جـامـعـة الـشـرق الأوسـط
MIDDLE EAST UNIVERSITY

أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية

المدرجة في بورصة عمان

2009 – 2004

The Impact of Financing Mix on the Market Value of Jordanian Insurance Companies listed in Amman Stock Exchange

During the period (2004 – 2009)

إعداد

حامد أحمد محمود المحادين

المشرف الرئيسي

الأستاذ الدكتور

محمد عبد العال النعيمي

المشرف المشارك

الدكتور

عدنان شاهر الأعرج

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير

في إدارة الأعمال

قسم إدارة الأعمال

كلية الأعمال

جامعة الشرق الأوسط

ديسمبر /2010

تفويض

أنا الموقع أدناه " حامد أحمد محمود المحادين " أفوض جامعة الشرق الأوسط بتزويد نسخ من رسالتي ورقياً وإلكترونياً للمكتبات الجامعية أو الهيئات أو الأشخاص المعنية بالأبحاث والدراسات العلمية عند طلبها .

الاسم : حامد أحمد محمود المحادين

التاريخ : 2010/12/29

التوقيع :

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة وعنوانها

أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان

2004 – 2009

وأجيزت بتاريخ 29 / 12 / 2010

أعضاء لجنة المناقشة		التوقيع
الأستاذ الدكتور نجم عبد الله العزاوي	رئيساً	
الأستاذ الدكتور محمد عبد العال النعيمي	عضواً و مشرفاً رئيسياً	
الدكتور محمود إبراهيم نور	عضواً خارجياً جامعة الإسراء الخاصة	

الشكر والتقدير

أولاً الشكر لله رب العالمين الذي أعانني على الصمود وكتب لي الاستمرار ويسر لي دربي . فالحمد لله حمد الشاكرين والصلاة السلام على سيد المرسلين سيدنا محمد (ص) . في نهاية الطريق لانجاز هذا الجهد العلمي المتواضع ، لا يسعني إلا أن أتقدم بالشكر والعرفان لأستاذي الفاضل الدكتور محمد عبدالعال النعيمي ، الذي لم يتأن قليلاً عن تقديم النصح والإرشاد حتى توصلنا سوياً لهذه النتيجة ، له مني كل الاحترام والتقدير . بارك الله فيك أيها المعطاء وأمد الله بعمرك .

كما أقدم الشكر والتقدير لأستاذي الفاضل الدكتور عدنان شاهر الأعرج ، لما قدمه من مساعدة ولمشاركته في الإشراف على هذا البحث .

وأتقدم بفائق الشكر والعرفان إلى أساتذتي الأفاضل في كلية الأعمال لما قدموه لي طوال فترة الدراسة من اهتمام ومتابعة ونصح وإرشاد . بارك الله لكم هذه الجهود الطيبة . مع دعواتي لكم بالعمر المديد والعطاء المفيد .

وأعرب عن شكري وتقديري لجهود الأساتذة الأفاضل رئيس وأعضاء لجنة المناقشة ، لما تحملوه من عناء في قراءة وتقويم هذا البحث ، معتزاً بآرائهم وتوجيهاتهم السديدة لأغناء الدراسة بمزيد من لمساتهم العلمية المشرفة . لكم مني كل الاحترام .

إن الاعتراف بالجميل واجب ، فمن هنا جاء الوقت أن أتقدم بالشكر والتقدير لمن غرس بذرة العلم في فؤادي ، وترصد لمسيرتي العلمية ، وأمدني بالنصح والإرشاد ، أستاذي الفاضل الدكتور عدنان تايه ذياب النعيمي ، أمد الله في عمره .

كما أقدم كل الشكر والاحترام لزملائي أثناء فترة الدراسة لما قدموه لي من نصح وتحفيز . بارك الله فيهم جميعاً .

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر والتقدير لكل من شاطرني مسيرة التعب أثناء إنجاز هذا البحث ، ومنهم الأستاذ سامي حجازين لما قدمه من جهد في عملية الطباعة والتنسيق .

وأخيراً تعجز الكلمات عن التعبير ، حتى شعرت بندرة مفردات اللغة لكي أعبر عما يجول في خاطري ، كثيراً هم ساهموا في دعمي ومساعدتي سواء بشكل مباشر أو غير مباشر ، لهم كل تقدير واحترام . ولك أنت عزيزي القارئ .

والله ولي التوفيق

الباحث

حامد أحمد المحادين

الإهداء

إلى كل أم سهرت وتعبت في تربية أبنائها

إلى كل قلب حنون وأحضان دافئة

إلى بوابة الرضا والصلاح .... طبعاً أمي الحنونة

إلى من فاضت روحه إلى خالقها قبل أن تكتحل عيناه

بما أنجزته ...... والدي رحمة الله عليه

إلى شهيد العلم الذي فارقنا قبل أن يحقق الحلم ..... شقيقي خليل غفر الله له

إلى الجبال الشامخة الصامدة التي لم تهتز لساكن

إلى من أناروا طريقي بنور جباههم وصفاء قلوبهم

إلى كل أخ وقف لجانب أخيه ..... بالطبع إخوتي الأعزاء

إلى نبراس العطاء وأمهات الأجيال .... أخواتي الفاضلات

إلى كل طفل يبعث السرور في القلب ويكسر جمود الدنيا .... أطفال أسرتنا الحبيبة

إلى كل من طلب العلم ..... وكل من حقق الحلم .....

إلى كل من أحبني .... وكل من أحببت

إلى كل من علمني حرفاً ..... أهدي هذا العمل المتواضع

الباحث

حامد أحمد المحادين

فهرس المحتويات

قائمة المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

قائمة الملاحق

أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان

2004 – 2009

إعداد

حامد أحمد محمود المحادين

المشرف الرئيسي

الأستاذ الدكتور

محمد عبد العال النعيمي

المشرف المشارك

الدكتور

عدنان شاهر الأعرج

الملخص باللغة العربية

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن أثر المزيج التمويلي للشركات موضع الدراسة وهي شركات التأمين الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي في القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات ومن أجل تحقيق أهداف هذه الدراسة تم الاعتماد على البيانات المنشورة للشركات عينة الدراسة وهي (25) شركة وكانت سنوات الدراسة للفترة الواقعة بين (2004 – 2009).

ولتحقيق هدف هذه الدراسة قام الباحث بجمع البيانات اللازمة لإجراء الدراسة وهي (المزيج التمويلي معبراً عنه بنسبة المديونية ، والعائد على السهم العادي الواحد، والعائد على حقوق الملكية، نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة، والقيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات معبراً عنها بأسعار الإغلاق السنوية).

وتم استخدام العديد من الأساليب الإحصائية منها الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وتحليل المسار، فضلاً عن استخدام تحليل التباين الأحادي (ANOVA)، وذلك باستخدام الحزمة الإحصائية (SPSS-Version.17) وبرنامج (Amos Study-Version-7). بالإضافة إلى استخدام بعض أساليب الإحصاء الوصفي مثل: (الوسط الحسابي ، الانحراف المعياري ، أعلى قيمة ، وأقل قيمة).

وبعد إجراء عملية التحليل لبيانات الدراسة وفرضياتها توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج كان أهمها:

1- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين مجموعة المتغيرات التالية (المزيج التمويلي و العائد على السهم العادي الواحد و العائد على حقوق الملكية و ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة) في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية.
2- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي في القيمة السوقية في شركات التأمين الأردنية.
3- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي والعائد على السهم العادي الواحد في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية.
4- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي والعائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية.
5- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية.

وفي ضوء هذه النتائج اقترح الباحث مجموعة من التوصيات فيما يلي أهمها:

1- ضرورة الاهتمام بالمتغيرات التي تمتلك تأثيراً في القيمة السوقية لأسهم الشركات.

2- تفعيل دور المزيج التمويلي كمتغير يمتلك تأثيراً في القيمة السوقية للشركات، وضرورة الإفصاح عن مزايا وآثار استخدام الديون من قبل الشركات وهل يتم استخدام الدين لزيادة الأرباح أم لزيادة القيمة السوقية؟

3- أوصت الدراسة بزيادة الاهتمام بسياسة توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية لما تمتلكه هذه السياسة من مقدرة على تحريك أسعار الأسهم في السوق.

4- توصي الدراسة بأخذ متغيرات أخرى لقياس تأثيرها في القيمة السوقية للشركات.

5- ضرورة استمرار البحث في مجال المزيج التمويلي.

ABSTRACT

The Impact of Financing Mix on the Market Value

Of Jordanian Insurance Companies

Listed In Amman Stock Exchange

During the Period (2004 – 2009)

Prepared by:

Hamed Ahmad Al Mahadeen

Main Supervisor

Prof – Dr Mohamad Al – Nuiami

Co- Supervisor

Dr Adnan Al – A'raj

The study aimed at evaluating the effects caused by the financing Mix of companies, which are Jordanian Insurance companies, listed in Amman Stock Exchange, on the Market Values of their shares. To achieve the goals of this study, the researcher heavily relied on analyzing the financial reports of (25) Insurance companies. The study lasted from 2004 to 2009.

The researcher collected the data required for the study (financing Mix , Represented by Debt Ratio , Earning Per Share (EPS) , Return on Equity (ROE) , dividends Per Share (DPS) and the market value of the shares represented by yearly closed price) .

Many statistical techniques were used such as: simple and Multiple Regression Analysis, Path Analysis and ANOVA, by using the Statistical Package for Social Sciences (SPSS Version-17) and (Amos study-

Version.7) Program. In addition to descriptive analysis techniques: (Mean, standard deviation, Maximum Value and Minimum Value).

The study concluded that:

1. There is a statistically significant effect between the independent variables (Financing Mix, EPS, ROE, and DPS) on one hand and the Market value for Jordanian Insurance companies on the other hand.
2. There is no statistical significant effect between Financing Mix and the Market Value for Jordanian Insurance companies
3. There is a statistically significant effect between the independent variables (financing Mix & EPS) on one hand and the Market value for Jordanian Insurance companies on the other hand.
4. There is no statistically significant effect between the independent variables (financing Mix & ROE) on one hand and the Market value for Jordanian Insurance companies on the other hand.
5. There is a statistically significant effect between the independent variables (financing Mix & DPS) on one hand and the Market value for Jordanian Insurance companies on the other hand.

Depending on these results, the researcher proposed the following recommendations:

1. It is essential to take the variables which have Effects on the market value for the companies' shares.
2. To activate the role of financing mix as a variable which has an effect on the market value for the companies, and is

essential to disclosure on advantage and effects of using debt to increase profit or to increase market value.

3. The study recommends taking care of Dividends policy because it has the ability for moving stock prices in the financial Market.
4. The study recommends other variables be tested**,** to test its effect in market value for the companies.
5. It is necessary to conduct more field studies of financing mix.

الفصل الأول
الإطار العام للدراسة

(1 – 1) المقدمة

(1 – 2) مشكلة الدراسة وأسئلتها

(1 – 3) فرضيات الدراسة

(1 – 4) أهمية الدراسة

(1 – 5) أهداف الدراسة

(1 – 6) حدود الدراسة

(1 – 7) محددات الدراسة

(1 – 8) التعريفات الإجرائية للدراسة

(1 – 1) : المقدمة

تغير مفهوم الإدارة المالية من مفهومها الضيق الذي يحصرها بمجرد وظيفة تختص بإجراءات تدبير الموارد المالية اللازمة ، إلى مفهومها الواسع الذي يصفها بالإدارة التي تختص باتخاذ القرارات المالية في مجال الاستثمار وفي مجال التمويل ، كما أنها تختص بالتخطيط المالي والرقابة المالية ، واتخاذ القرارات المتعلقة بمقسوم الأرباح . ومن أجل أداء مهام الإدارة المالية على أحسن وجه ، ينبغي من القائمين على إشغال مناصب الإدارة المالية وعند أدائهم للمهام الموكلة لهذه الإدارة أن يسترشدوا بالهدف الرئيسي الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه. فأي قرار لا يسهم في تحقيق هذا الهدف ينبغي أن يحكم عليه بالفشل. (هندى،2008 : 8)

تشتق الإدارة المالية أهدافها من الأهداف الرئيسية التي تسعى شركات الأعمال إلى تحقيقها، فهدف أي تنظيم هو بمثابة المعيار الذي على أساسه تتخذ القرارات ، ومن أجل الكشف عن الهدف الرئيسي للإدارة المالية يتوجب علينا الحديث عن الأهداف المساندة التي يشتق منها الهدف الذي ترمي إليه الإدارة المالية من خلال قراراتها .

لقد ذكرت أغلب مؤلفات الإدارة المالية إلى أن الإدارة المالية تهدف إلى تعظيم الأرباح (Profits Maximization) وتهدف إلى تعظيم قيمة المنشأة في السوق (Market Value Maximization) ، إلا أن هذين الهدفين محور للجدل . ويعد تعظيم قيمة المنشأة في السوق ، أي تعظيم قيمة السهم الواحد فيها ، هدفاً أوسع من هدف تعظيم الربح ، وذلك لعدة أسباب منها : أن هدف تعظيم قيمة المنشأة يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود (Time Value Of Money) ويأخذ بالحسبان مخاطر الاستثمار (Risk Investment) ويهتم أيضاً بالتدفقات النقدية (Cash Flow) المتولدة عن الاستثمار في أي مشروع . إلا أن هدف تعظيم الأرباح يعد مفهوماً

غامضاً وواسعاً فهناك الربح من وجهة نظر الاقتصاديين الذي يعني الفائض ، وهناك الربح من وجهة نظر المحاسبين الذي يعني زيادة الإيرادات عن النفقات التي يتكبدها المشروع في سبيل حصوله على هذه الإيرادات . وهناك صافي التدفق النقدية الذي يعني صافي الربح بعد الضريبة مضاف إليه الاهتلاك ، كما أن هناك الأرباح الموزعة والأرباح المستبقاة المدورة ، والربح على المدى الطويل والربح على المدى القصير (النعيمي ، وآخرون ، 2007 : 26 – 27)

بالإضافة إلى ذلك أن تحقيق هدف تعظيم القيمة السوقية للمنشأة والمعبر عنه بتعظيم الثروة (Wealth Maximization) له فوائد عديدة مثل زيادة النمو الاقتصادي ورفع مستوى المعيشة وذلك من خلال استخدام مبدأ وفورات الحجم الكبير وزيادة الولاء للشركة وغيرها ، وأن أي أهداف أخرى سوف تتماشى جنباً إلى جنب مع هدف تعظيم القيمة السوقية للشركة .

(عباد ، 2004 : 2)

ولما ذكر عن أهمية تبني هدف تعظيم القيمة السوقية للشركة والمتمثل بتعظيم قيمة السهم العادي الواحد في سوق الأوراق المالية ، واعتباره الهدف الاستراتيجي المقبول قبولاً عاماً من قبل الكتاب والباحثين والعاملين في حقل الإدارة المالية . يجب على هذه الإدارة أن تسلك الطرق العلمية والعملية عند اتخاذها للقرارات لكي يتسنى لها تحقيق الهدف المرجو .

فعندما نتحدث عن قرار التمويل نؤكد على عدم بساطة هذا القرار فإنه يرتبط بالأموال التي تمتلك قوة فعل غير محدودة ، وقوة تنفيذ وإبراء كاملة ، فالجميع يحرص عليها سواء لجمعها (الحصول عليها) أو استثمارها . فالمال قوة وقوة المال لا تستمد من ذاته ولكن تستمد من مقدرته الفعلية . (الخضيري ، 2001 : 11) فكيف لا يملك قرار مالي تأثيراً في قيمة الشركة ؟

لذلك جاءت هذه الدراسة لتأخذ من المزيج التمويلي وأثره في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية عنواناً لها . بهدف معرفة أثر تكوينة المزيج التمويلي والمتمثل بنسبة المديونية

(Debt Ratio) باعتباره متغيراً مستقلاً ، في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية ممثلة بأسعار أسهمها في سوق عمان المالي ، متخذةً هذه القيمة متغيراً تابعاً ، عبوراً بالمتغيرات الوسيطة المساعدة على قياس الأثر والمتمثلة بالعائد على السهم العادي ، العائد على حقوق الملكية ، ونصيب السهم العادي الواحد من توزيعات الأرباح. وذلك للفترة الواقعة ما بين (2004 – 2009) بهدف الوصول إلى نتائج علمية تساعد هذه الشركات على الاستمرار والازدهار .

وتحتوي هذه الدراسة المتواضعة على خمسة فصول تنقسم هذه الفصول إلى قسمين أحدهما مرتبط بالجانب النظري والآخر بالجانب العملي والتحليلي للدراسة .

ففي الفصل الأول من الدراسة تحدثت عن الإطار العام للدراسة إذ إن هذا الفصل يعطي فكرة للقارئ عن مشكلة الدراسة وأسئلتها ومن ثم فرضياتها وعن أهمية الدراسة وأهدافها وحدود ومحددات الدراسة وصولاً إلى التعريفات الإجرائية المرتبطة بأنموذج الدراسة .

أما الفصل الثاني من الدراسة تحدثت فيه عن الجانب النظري والدراسات السابقة ، فبدأت بطرح مدخل مفاهيمي للمزيج التمويلي ومن ثم تم عرض مجموعة من المواضيع المرتبطة بهذا المزيج وعلاقته بقيمة الشركة . وبعد ذلك تم طرح الدراسات السابقة التي تخص موضوع الدراسة الحالية ما أمكن الوصول إليه ، ابتداءً بمجموعة من الدراسات العربية وتليها مجموعة من الدراسات الأجنبية .

وفي الفصل الثالث تم الحديث عن الطريقة والإجراءات الخاصة بهذه الدراسة ، حيث وضح منهج الدراسة ومجتمعها وعينتها والأنموذج وأدوات الدراسة ومصادر الحصول على المعلومات وصولاً إلى المعالجات الإحصائية المستخدمة .

أما الفصل الرابع تناول نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات الخاصة بهذه الدراسة.

وفي الفصل الخامس والأخير عرضت النتائج والتوصيات المستخلصة من هذه الدراسة .

واخيراً نسأل الله تعال أن يعلمنا ما ينفعنا وأن ينفعنا بما علمنا .

والله من وراء القصد

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

(2 – 1) المقدمة

(2 – 2) مفهوم المزيج التمويلي (الهيكل المالي)

(2 – 3) مفهوم مزيج رأس المال (هيكل رأس المال)

(2 – 4) المزيج التمويلي و نظرية الفطيرة

(2 – 5) الرافعة المالية

(2 – 6) المزيج التمويلي الأمثل

(2 – 7) مصادر التمويل في شركات الأعمال

(2 – 1) : المقدمة

في هذا الفصل سيتم عرض الجوانب النظرية المرتبطة بالدراسة مما ورد في الأدب المالي حيث سيتم التطرق للجوانب الفكرية التي تربط بين المزيج التمويلي وأثره في القيمة السوقية للشركات . ومن ثم استعراض لمصادر التمويل في شركات الأعمال التي تلجأ إليها بهدف تمويل استثماراتها الحالية أو المستقبلية سواء كانت مقترضة أو ممتلكة وإما أن تكون طويلة الأجل أو قصيرة الأجل . وأخيرا سيتم استعراض مجموعة من الدراسات السابقة العربية والأجنبية ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية .

(2 – 2) : مفهوم المزيج التمويلي (الهيكل المالي)

يعرف المزيج التمويلي (Financing Mix) بأنه مجموع الأموال التي من خلالها تستطيع الشركة تمويل موجداتها ، ويتمثل ذلك بالجانب الأيسر من الميزانية العمومية أي جانب المطلوبات وحقوق الملكية حيث يتضمن التمويل المقترض والتمويل عن طريق حقوق الملكية (James & Van Horne , 2002 : 253) كما ويعرف المزيج التمويلي على أنه مجموعة الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة ، وهو يتضمن التمويل المقترض (Debt Financing) والتمويل الممتلك (Equity Financing) ، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية . أي أن المزيج التمويلي يتكون من نوعين من التمويل: التمويل المقترض (Debt) الذي يتضمن كلاً من التمويل المقترض قصير الأجل (Short-term Debt Financing) والتمويل المقترض طويل الأجل (Long-term Debt Financing) . والتمويل الممتلك (Equity Financing) الذي يتضمن رأس المال المدفوع من قبل المالكين والأرباح المحتجزة . (العامري ، 2010 : 159)

(2 – 3) : مفهوم مزيج رأس المال (هيكل رأس المال)

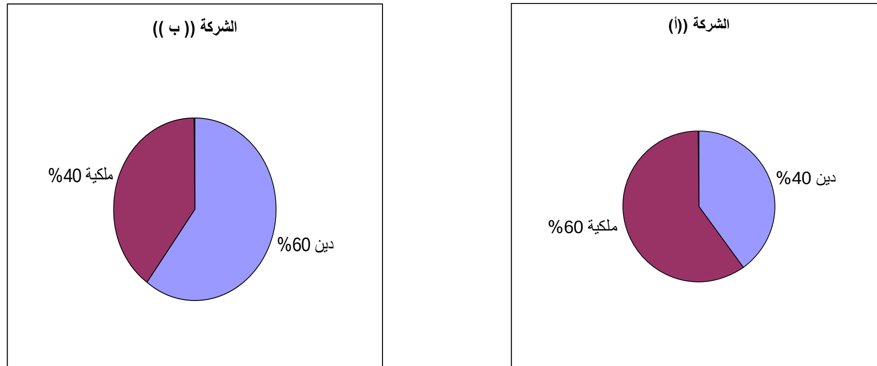
عرف مزيج رأس المال (Capital Mix) بأنه عبارة عن التمويل الدائم الذي يتكون من التمويل المقترض طويل الأجل والتمويل الممتلك . (الشحات ، 2000 : 175) كما وعرف هيكل رأس المال (capital structure) بأنه ذلك الجزء الذي يشمل فقط على مصادر التمويل طويل الأجل التي تتمثل في القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية بما فيها الأسهم الممتازة إن وجدت . (هندى ، 2008 : 527)

(2 – 4) : المزيج التمويلي ونظرية الفطيرة (The Financing Mix and the pie Theory)

من أكثر الأمور التي تشغل تفكير الإدارة المالية ، كيفية اختيار المزيج التمويلي المناسب لتمويل استثمارات الشركة . أي اختيار نسبة الدين إلى الملكية (Debt-equity ratio) ، هذا الاختيار يسمى بنموذج الفطيرة (Pie Model) هذه الفطيرة توضح مصادر تكوين المزيج التمويلي للشركة . كما هو موضح بالآتي : (Ross et al . , 2005 : 402 – 403)

الشكل (2 – 1)

نموذج الفطيرة



إن هذا الاختيار لا يتم بشكل عشوائي (اعتباطي) ، وإنما يتطلب من الإدارة المالية دقة متناهية لأن هذا المزيج له علاقة في تحديد قيمة الشركة ، إذ إن قيمة الشركة تحتسب بالمعادلة التالية :

$$V = B + S \quad \dots (2.1)$$

حيث أن :

V = قيمة الشركة .

B = القيمة السوقية للدين .

S = القيمة السوقية للملكية .

فعلى الإدارة المالية اختيار هذا المزيج بما يحقق أعلى قيمة ممكنة للشركة .

(2 – 5) : الرافعة المالية (Financial Leverage)

استخدام الدين ، يدعى بالرافعة المالية (Financial Leverage) ، استخدام الدين يترتب عليه أعباء ثابتة ممثلة بالفائدة (Interest) مما يلزم المقترضين بدفع الفائدة المتفق عليها بالإضافة إلى أصل المبلغ . (Gibson , 2009 : 335) بالاستفادة من هذا التعريف نتفهم بأن استخدام الديون في تمويل استثمارات الشركة بحد ذاته يعد رفعاً مالياً وأن الشركة التي تستخدم الدين تسمى بالشركة المرفوعة .

(2 – 5 – 1) : أهمية الرافعة المالية

نتيجة لاستخدام الرافعة المالية فإنها تمتلك تأثيراً مهماً في العائد المتحصل لحملة الأسهم العادية ، إضافة إلى ميزة تخفيض العبء الضريبي لأن الفوائد الثابتة التي تدفع على القروض يتم احتسابها وتخصم من الدخل الخاضع للضريبة . (Gibson , 2009 : 335)

إن الرافعة المالية (Financial Leverage) تمتلك تأثيراً بتعظيم العائد على حملة الأسهم (Magnification Effects) إذ إنها تؤثر في الربح المتاح للسهم العادي الواحد (EPS). (Shapiro , 1991 : 423)

تؤثر الرافعة المالية على الربح الصافي بعد الفوائد والضرائب (القابلة للتوزيع على حملة الأسهم العادية) أي أن التضخيم في العائد يحصل على الربح الصافي وبالتالي فإن درجات الرافعة المالية هي عبارة عن التغير النسبي في الربح الصافي (القابل للتوزيع على حملة الأسهم العادية) الناتج عن التغير النسبي في الربح التشغيلي (النعيمي ، وآخرون ، 2007 : 446) .

يتضمن التمويل المقترض عدة تقسيمات وطروحات يتم توضيحها فيما يلي :

(العامري،2010 : 167 – 171)

يتضمن التمويل المقترض على التمويل المقترض طويل الأجل والتمويل المقترض قصير الأجل الذي يشمل بدورة على القروض قصيرة الأجل والحسابات الدائنة .

يتبين من هذا التقسيم أن التمويل المقترض جزءٌ منه يحتوي على التزامات مالية ممثلة بالفوائد (القروض قصيرة الأجل) ، بينما الجزء الآخر والمتمثل بالحسابات الدائنة لا يُحمل بعبء الفوائد . ويسمى تمويلاً مقترضاً بدون فائدة ، ولكن هذا لا يعني عدم وجود فائدة لمثل هذا النوع من الحسابات فهو له فائدة عندما يكون هناك خصم نقدي ولم يستفاد منه .

التمويل المقترض = التمويل المقترض بفائدة + التمويل المقترض بدون فائدة

لقد تركز اهتمام الكثير من الباحثين في المزيج التمويلي على الجزء من الرافعة المالية الذي ينطوي على الالتزامات المالية وهو التمويل المقترض بفائدة ويرجع هذا الاهتمام إلى الآتي :

(العامري ، 2010 : 170)

أ – انخفاض كلفة التمويل المقترض قياساً بكلفة التمويل الممتلك الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض المعدل الموزون لكلفة التمويل كلما ازداد التمويل المقترض بفائدة في المزيج التمويلي .

ب – لسهولة احتساب كلفة التمويل المقترض بفائدة ، قياساً بصعوبات تقدير كلفة التمويل المقترض بدون فائدة .

جـ – تخصم كلفة التمويل المقترض بفائدة للأغراض الضريبية ، بينما لا تخصم كلفة التمويل المقترض بدون فائدة لأغراض الضريبة حتى وإن احتسبت .

د – ارتباط المخاطر المالية بالتمويل المقترض بفائدة ، فالمخاطر المالية تنشأ حيثما وجدت الالتزامات المالية (الفوائد) .

(2 – 5 – 2) : احتساب درجة الرافعة المالية (Degree Of Financial Leverage , DFL)

هناك العديد من النسب التي يتم استخدامها لقياس الرافعة المالية وسيتم بيانها فيما يلي :

1 – تعرف درجة الرافعة المالية على أنها نسبة التغير في الأرباح للسهم العادي الواحد (EPS) الناجم عن التغير النسبي الذي يحصل في الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) . ويتم احتساب هذه الدرجة بموجب المعادلة أدناه : (النعيمي ، التميمي ، 2008 : 352)

$$\text{درجة الرافعة المالية} = \frac{\text{نسبة التغير في الأرباح للسهم الواحد}}{\text{نسبة التغير في الأرباح قبل الفوائد والضرائب}} \quad \ldots (2.2)$$

2– النسبة الرئيسية لقياس الرافعة المالية هي نسبة الاقتراض التي تبين مدى إسهام الدائنين في مجموع أموال الشركة ، وقد أخذ جميع الباحثين بهذه النسبة لقياس الرافعة المالية في بحوثهم ، ويتم احتساب هذه النسبة بالآتي : (العامري ، 2010 : 171)

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{التمويل المقترض}}{\text{مجموع التمويل}} \quad \ldots (3.2)$$

3 – ومن المعادلات التي تساعد في احتساب درجة الرافعة المالية المعادلة الآتية :

(336 Gibson , 2009 :)

$$\text{درجة الرافعة المالية} = \frac{\text{نسبة التغير في الربح الصافي}}{\text{نسبة التغير في الربح التشغيلي}} \quad ... (4.2)$$

4 – ومن النسب الرئيسية لقياس درجة الرافعة المالية هي نسبة القروض إلى التمويل الممتلك ، وتحظى الرافعة المالية المحسوبة بهذه النسبة بأهمية كبيرة لكل من الإدارة المالية ، الدائنين ، المالكين ، كونها النسبة التي تحدد المخاطر المالية للمنشأة ، إذ إن هذه النسبة تدخل مباشرة في حساب المخاطرة المالية ، وعليه فإن ارتفاع هذه النسبة يؤدي إلى ارتفاع المخاطرة المالية .

(العامري ، 2010 : 171)

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{التمويل بالقروض}}{\text{التمويل الممتلك}} \quad ... (5.2)$$

5 – ويمكن احتساب درجة الرافعة المالية عند مستوى معين من الربح التشغيلي ، ويمكن احتسابها بالمعادلة التالية . (النعيمي ، التميمي ، 2008 : 352)

درجة الرافعة المالية = $\dfrac{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الأرباح قبل الفوائد والضرائب − الفوائد}}$	... (7.2)

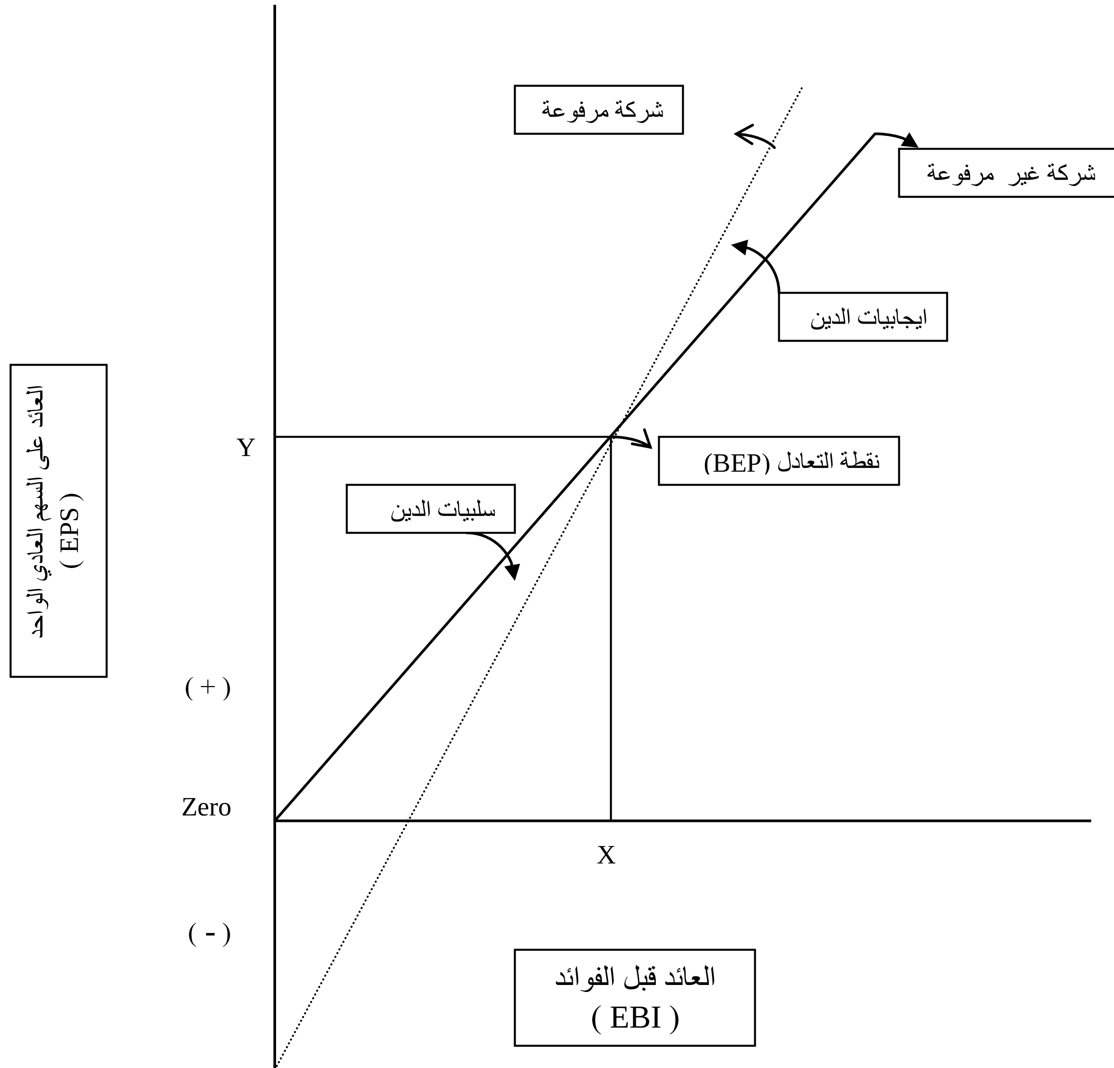
(2 – 5 – 3) : العلاقة بين الرافعة المالية والعائد على السهم العادي

(Relationship Between Financial Leverage and EPS)

إن الرفع (Leverage) مفهوم مأخوذ من علم الفيزياء ، إذ إن الرافعة الفيزيائية تعمل على تضخيم القوة المستخدمة في إزاحة كتلة معينة وذلك بزيادة ذراع القوة . والرافعة المالية تعمل على تضخيم العائد وذلك بازدياد ذراع القوة وهو التكاليف المالية الثابتة (النعيمي ، وآخرون ، 2004 : 445) .

تنشأ الرافعة المالية نتيجة لاستخدام الأعباء المالية الثابتة (Fixed Financial Charges) . ويختلف تأثير الرافعة المالية باختلاف مستويات العائد قبل الفوائد والضرائب (EBIT) والعائد المتحقق لحملة الأسهم العادية (EPS) . وتوضح مقدرة الشركة في استخدام الأعباء المالية الثابتة لتعظيم التأثير في الربح التشغيلي (EBIT) وبالتالي ينعكس هذا التأثير على العائد على السهم العادي الواحد (EPS) . (khan & Jain , 2007 : 15.7) .

ولكي نوضح أثر الرافعة المالية سوف يتم استعراض الرسم البياني الذي يمثل العلاقة بين العائد قبل الفوائد (EBI) والعائد على السهم العادي الواحد (EPS) لشركتين متماثلتين إحداهما مرفوعة ، أي تستخدم الدين في مزيجها التمويلي ، والأخرى تقوم بتمويل استثماراتها فقط عن طريق الملكية (غير مرفوعة) (Ross et al . , 2005 : 405 – 407) .



الشكل رقم (2 – 2)

العلاقة بين العائد على السهم العادي (EPS) والعائد قبل الفوائد (EBI) لشركتين متناظرتين عدا في المزيج التمويلي إحداهما مرفوعة والأخرى غير مرفوعة

يبين الرسم البياني أعلاه العلاقة بين (EPS) و (EBI)،إذ إن الخط المتصل (Slid Line) يمثل الشركة غير المرفوعة،والخط المتقطع (dotted Line) يمثل الشركة المرفوعة . والمحور العامودي يمثل (EPS) بالمبالغ،أما المحور الأفقي فيمثل (EBI) بالمبالغ

وسيتم تلخيص العلاقات المستمدة من الشكل البياني أعلاه على شكل نقاط مفصلة في أدناه :

(Ross et at. , 2005 : 406)

1- نلاحظ أن الخط المتصل والذي يمثل الشركة غير المرفوعة قد بدأ من الصفر وذلك سواء للعائد على السهم العادي (EPS) أو العائد قبل الفوائد (EBI) ، ويفسر ذلك بأن هذه الشركة لم تحقق (EBI) بالمقابل لم تحقق (EPS) . وإنما بدأ تحقق (EPS) من أول انطلاقة (EBI) .

2- نلاحظ من الخط المتقطع والذي يمثل الشركة المرفوعة أن (EPS) حقق أرقاماً سالبة (خسائر) عند مستوى الصفر (EBI) ، وهذه الحالة تنتج بسبب أعباء الدين (الفوائد) الثابتة التي يجب أن تدفع لأصحاب الدين سواء تم تحقيق أرباح أو لم يتم تحقيق هذه الأرباح .

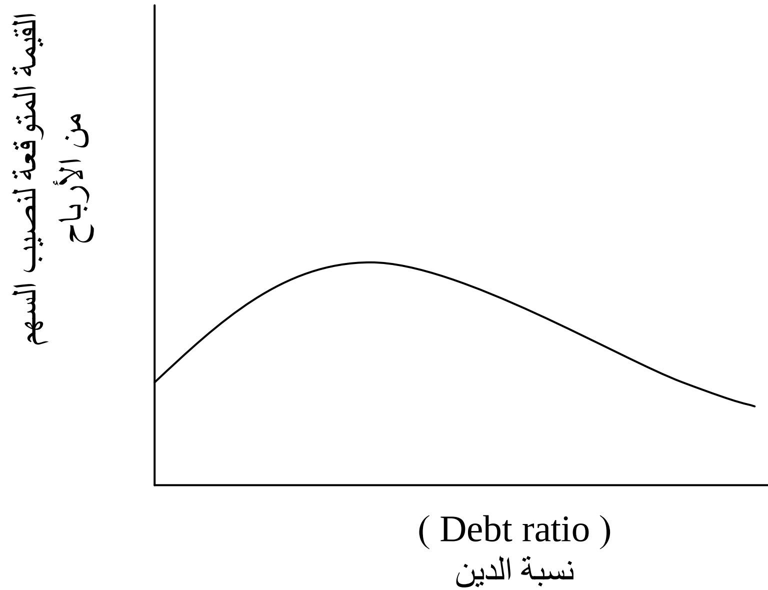
3- الآن تفحص ميل الخطين . نلاحظ أن ميل الخط المتقطع (خط الشركة المرفوعة) أكثر ميلاً من الخط المتصل (خط الشركة غير المرفوعة) . هذا يعود إلى أن الشركة المرفوعة تمتلك قاعدة ملكية (عدد أسهم مصدره) أقل من الشركة غير المرفوعة . لذلك أية زيادة في (EBI) يقود إلى زيادة أكبر في (EPS) للشركة المرفوعة وذلك لأن العائد المتحقق يتم تقسيمه على عدد أقل من الأسهم العادية . هنا يظهر الأثر التضخيمي للرافعة المالية.

4- نلاحظ أن الخطين (المتقطع والصلب) تقاطعا عند نقطة معينة هذه النقطة تسمى نقطة التعادل (The break-even Point) ، عند هذه النقطة تتماثل نتائج الشركتين (المرفوعة والغير مرفوعة) إذ إنهما عند مستوى (EBI) والمساوي لقيمة (X) يحققان نفس العائد على السهم الواحد (EPS) والمساوي لقيمة (Y) . وعليه فإن أي تحرك (EBI) فوق

النقطة (X) يحقق تأثيراً أكبر علـى (EPS) في الشـركة المرفوعة ، وإذا كـان التحرك (EBI) أسفل النقطة (X) عندها تحقق الشركة غير المرفوعة (EPS) أكبر من الشركة المرفوعة .

(2 – 5 – 4) : العلاقة بين نسبة الدين وبين القيمة المتوقعة للسهم من الأرباح

مما تقدم سابقاً تعرفنا إلى أن الدين يمتلك أعباء ثابتة ، وهذه الأعباء هي عبارة عن مصاريف الفوائد التي من شأنها التأثير في الدخل الصافي ، وبالتالي في نصيب السهم الواحد من الأرباح المحققة (EPS) وبالتالي في قيمة السهم السوقية (سعر السهم العادي الواحد في سوق الأوراق المالية) التي تحددها القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للسهم ومخاطر هذه التدفقات وسيتم تمثيل العلاقة بالشكل البياني التالي : (النعيمي ، وآخرون ، 2007 : 440 – 443)



الشكل رقم (2 – 3)

نسبة الدين والقيمة المتوقعة لنصيب السهم من الأرباح المحققة

يلاحظ أن القيمة المتوقعة لنصيب السهم الواحد من الأرباح تزداد بازدياد نسبة الدين إلى حد معين ثم تبدأ بالانخفاض والسبب في ذلك ارتفاع كلفة التمويل بسبب ارتفاع مخاطر الاستثمار في شركة مثقلة بالديون .

(2 – 6) : المزيج التمويلي الأمثل (Optimal Financing Mix)

من بين مهمات الإدارة المالية، التي تحظى بأهمية كبيرة، هي إدارة المزيج التمويلي ، لأن طريقة أو أسلوب التمويل تحمل في طياتها تأثيراً على الشركة وعلى ربحيتها ، الأمر الذي يتطلب من الإدارة المالية العمل على اختيار المزيج التمويلي ، أي الخليط المتناسب من مصادر التمويل المختلفة والمتاحة ، والذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم مستوى ربحيتها وبالتالي تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد .

ولا بد من الإشارة هنا إلى أن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يحمل الشركة كلفة المخاطرة المالية، وترتبط هذه المخاطر بنمط التمويل الذي تختاره الشركة . فزيادة نسبة الأموال المقترضة إلى إجمالي أموالها ، يعني أن الإدارة المالية تتحمل مخاطرة دفع كلفة نقدية ثابتة ممثله بالفائدة على القروض ، بغض النظر عن الأرباح المتحققة لذلك يتطلب من الإدارة المالية ، عند اتخاذها القرارات الخاصة بالتمويل أن تلائم بين الربحية المتوقعة ، وبين كلفة المخاطرة المالية . لذلك فإن هيكل التمويل الأمثل ، لا تحكمه قرارات اعتباطية ، إنما قرارات مستمدة من سعي الإدارة المالية لتحقيق أهدافها ، بأعلى كفاءة وبأقل كلفة اقتصادية . (الزبيدي ، 2004 : 828)

(2 – 6 – 1) : المشكلات التي تواجه الإدارة المالية في إطار المزيج التمويلي

هنالك العديد من المشكلات التي قد تترافق مع عمليات اتخاذ القرار الخاصة بتمويل أنشطة المنشأة وأصولها. ومن بين هذه المشكلات مايلي: (العامري ، 2010 : 160) .

1 : تحديد المزيج التمويلي الأمثل الذي يؤدي إلى تخفيض كلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن

2 : قياس أثر الرافعة المالية في تحديد المزيج التمويلي الأمثل .

3 : قياس كلفة التمويل في إطار الظروف البيئية السائدة .

4 : وضع سياسة مالية سليمة للمنشأة .

ولسياسة التمويل أثر كبير في تحديد المزيج التمويلي المناسب وكلفته المعقولة ، إذ إن الكلفة تتوقف على تشكيلة المزيج التمويلي ، أي على نسبة كل نوع من أنواع التمويل فيه ، وكلما كان بالإمكان تدنية كلفة التمويل أدى ذلك إلى خلق أثر إيجابي على العائد الذي تحققه المنشأة وبالتالي تعظيم ثروة المالكين ، الأمر الذي يستلزم حساب المعدل الموزون للكلفة والمتمثل بكلفة المزيج التمويلي ، والعمل على تخفيضها خلال تحديد المزيج التمويلي الأمثل .

(2 – 6 – 2) : تعريف ومزايا المزيج التمويلي الأمثل

عرف المزيج التمويلي الأمثل بأنه المزيج الذي يجمع بين مصادر التمويل بالدين والتمويل بالملكية الذي يقود إلى تعظيم قيمة الشركة . (Khan&Jain,2005:16.1) وعرف بأنه ذلك المزيج من التمويل الممتلك (E) والمقترض (D) الذي يجعل من المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حدوده الدنيا، وإذا نجحت المنشأة في تحقيق ذلك فإنها تكون قد تمكنت من تعظيم ثروة المالكين وبالتالي تعظيم قيمتها في سوق الأوراق المالية. ويترتب على تحديد المنشأة للهيكل المالي الأمثل المزايا التالية : (العامري ، 2010 : 161)

1 : تدنيه المعدل الموزون لكلفة التمويل .

2 : تعظيم العائد على حق الملكية .

3 : تعظيم ثروة المالكين من خلال زيادة قابلية المنشأة على إيجاد فرص استثمارية جديدة .

4 : يحقق منافع من وجهة النظر الاجتماعية حيث ينجم عنه الاستخدام الرشيد لموارد المجتمع وبالتالي زيادة ثروته الكلية من خلال استغلال الفرص الاستثمارية للمنشآت وبالنتيجة زيادة معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي .

(2 – 6 – 3) : خصائص المزيج التمويلي الأمثل

تتمثل خصائص المزيج التمويلي الأمثل بالنقاط التالية : (القطامين ، 2007 : 19)

1 – الربحية : يقصد بالربحية استخدام الأموال بشكل يجعل العائد المتحقق منها أعلى من كلفة الحصول عليها .

2 – السيولة والقدرة على خدمة الدين : وهو عدم الاعتماد على الاقتراض لحد يعرض الشركة لحالات العسر المالي وعدم المقدرة على سداد الفوائد وأقساط القروض .

3 – المرونة : وتعني عدم جمود المزيج التمويلي أي أن يتصف بالقدرة على التعديل بما يسمح بإمكانية تغيير أو تعديل مصادر الأموال وفقاً لما يطرأ من ظروف .

4 – الرقابة أو القدرة على السيطرة على عناصر المزيج التمويلي : يقصد بذلك أن تكون لدى الإدارة القدرة على الرقابة على مصادر التمويل وشروطها وتكلفتها إذ يجب أن تعمل هذه الشروط على تقليل درجة السيطرة والتحكم التي يفرضها المقرضون على أعمال الشركة .

(2 – 6 – 4) : العوامل المؤثرة في بناء المزيج التمويلي الأمثل

يجب التخطيط للهيكل المالي للشركة من وقت تأسيسها . وكما يجب تصميمه في البداية وبمنتهى الحذر . وعلى إدارة الشركة أن توضح أهدافها مما يساعد على اتخاذ القرارات المالية . لذلك فإن قرار تكوين المزيج التمويلي هو قرار مستمر ، ويجب أن يعاد النظر فيه كلما احتاجت الشركة إلى تمويل إضافي أو توافرت لديها أموال كبيرة نسبياً . (عبدالعزيز ، 1996 : 250 – 251)

تبين أن استخدام التمويل المقترض غير متماثل في الشركات . فهو متباين من شركة لأخرى ومن صناعة لأخرى ، وذلك يعود إلى عدة عوامل أو متغيرات تؤثر في القرارات الخاصة بالمزيج التمويلي ، يمكن طرحها فيما يلي : (هندى ، 2008 : 603 - 608)

1 -**المخاطر التشغيلية** : الاستقرار النسبي في العوائد التشغيلية للشركة يساعدها على زيادة التمويل المقترض في هيكلها المالي ، لأن احتمالية تعرضها للمخاطر التشغيلية أقل من الشركات التي تتصف بالتقلب في العوائد التشغيلية ، فإن هذه الشركات تتمتع بدرجة عالية من الأمان اتجاه إمكانية تسديد فوائد القروض .

2 -**تركيبة الموجودات** : فالشركة التي تمتاز بكثافة موجوداتها طويلة الأجل (مثل الشركات الصناعية) تعتمد على التمويل المقترض طويل الأجل ، بينما تمتاز الشركات ذات رأس المال العامل الكثيف (مثل الشركات المالية) بالاعتماد على التمويل قصير الأجل .

3 -**الموقف الضريبي** : من الأمور التي تشجع المنشأة على الاقتراض ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن الفوائد ، وذلك لما يحققه الوفر الضريبي من تخفيض الكلفة الحقيقة للدين ، وعليه فكلما زادت قدرة الشركة على تحقيق وفر ضريبي زادت قدرة وتوجه الشركة على الاعتماد على الدين في التمويل وفي حالة انخفاض هذا الوفر أو أن تكون الشركة غير مطالبة بدفع ضريبة ، فإن هذه الحالة لا تشجع على الاقتراض .

4 -**معدل النمو في المبيعات المستقبلية** : الشركة التي تتصف بمعدل نمو متزايد في مبيعاتها تعتمد على التمويل المقترض بدرجة أكبر ، لأنه من المتوقع زيادة الفوائد التي تمكنها من تسديد الالتزامات المالية .

5 - **حجم الشركة** : تتوقف قابلية الشركة في الاعتماد على التمويل المقترض على حجمها ، فالشركات صغيرة الحجم تعتمد بالدرجة الأولى على التمويل الممتلك ، بينما الشركات الكبيرة الحجم تعتمد بدرجة أكبر على التمويل المقترض لتمويل استثماراتها.

6 - **درجة تحفظ أو جرأة الإدارة** : إن إدارة الشركة هي مجموعة من البشر الذين تحكمهم مجموعة عوامل سلوكية ، فمنهم من يقدم على الخطر ، ومنهم من يتحفظ من الخطر ، وعملية التمويل بالدين تعمل على زيادة المخاطر ، ومن هنا قد تميل التركيبة التمويلية إلى استخدام الدين بنسب أقل بسبب تحفظ الإدارة وعدم الإقدام على الخطر .

7 - **المرحلة المعنية من دورة حياة الشركة** : كما هو معروف أن دورة حياة المنشأة تقسم على أربع مراحل هي : الدخول ، التوسع ، النضوج ، التدهور ، وتساعد هذه المراحل في تحديد استراتيجيات التمويل ، ففي بداية عمر الشركة يكون الاعتماد على التمويل المقترض أقل مما يكون عليه في مرحلة التوسع ، ويتناقص في مرحلة النضوج ، وينخفض جداً في المرحلة الأخيرة .

كانت هذه العوامل السبعة من أهم العوامل المؤثرة في تركيبة المزيج التمويلي ، وهذا لا يمنع أن تتباين التركيبة الفعلية للمزيج التمويلي مع التركيبة المثلى ويعود ذلك لظروف الطبيعة الواقعية .

(2 – 6 – 5) : مداخل صياغة المزيج التمويلي الأمثل

إن موضوع تحديد المزيج التمويلي المناسب ومدى ارتباطه وتأثيره بالقيمة السوقية للشركة وبكلفة الأموال المرجحة ، ما زال يمثل موضوعاً جدلياً ومعقداً لدى المهتمين بالإدارة المالية

فالموضوع لا زال يتسم بعدم الوضوح وهو محل خلاف بين المهتمين بالفكر المالي فهناك أكثر من وجهة نظر بل وهناك أكثر من نظرية حاولت أن تجسد العلاقة بين هيكل التمويل ومزيجه من الأموال المقترضة والأموال الممتلكة ومدى تأثير ذلك على أهم أهداف الإدارة المالية وهي القيمة السوقية للشــركة وعلى أهــم متغيرات قــراراتها وهو كلفة الأمــوال المرجحة (Weighted Average Cost of Capital) . (الزبيدي ، 2004 : 760) وفيما يلي عرض لأهم المداخل التي حاولت أن تجسد العلاقة بين المزيج التمويلي والقيمة السوقية وكلفة الأموال المرجحة

1 – مدخل صافي الربح (The Net Income Approach) : وفقاً لهذا المدخل إذ يؤكد مؤيدو هذا المدخل على أن الاختلاف في كلفة مصادر التمويل المختلفة يتيح الفرصة أمام الشركات لتخفيض كلفة التمويل الكلية إلى أقل حد ممكن وذلك بالاستفادة من كلف الدين المنخفضة مقابل كلف التمويل بالملكية . (Shapiro , 1991 : 429 – 430) وبإمكان المشروع تعظيم قيمته السوقية المتمثلة بسعر السهم العادي الواحد في سوق الأوراق المالية أو تخفيض كلفة المزيج التمويلي ، وذلك بزيادة نسبة التمويل بالدين ، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة الكلية للمشروع باستمرار مع استمرارية الارتفاع في نسبة الرفع المالي بينما يتابع متوسط تكلفة الأموال انخفاضه المضطرد ، ويتواجد المزيج التمويلي الأمثل عند النقطة التي توصل قيمة الشركة إلى أعلى حد وتكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن ، ويتحقق ذلك عندما يتم تمويل استثمارات الشركة بالكامل من خلال الاقتراض دون المساهمة بالملكية ، أي أن هذا المدخل يحث على زيادة التمويل عن طريق الاقتراض ولو بنسبة 100% . (عبد العزيز ، 1996 : 247) ويرتكز مدخل صافي الربح على الافتراضات التالية ، التي ذكرت من قبل : (Khan & Jain , 2005 :16.5)

أ – إن كلاً من معدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على القروض والسندات (معدل الفائدة على الدين) يبقى ثابتاً ، وذلك لعدم إدراك زيادة المخاطر الناتجة عن الزيادة في مستوى الرافعة المالية .

ب – نتيجة للنشاط فإن الملاك يحصلون على صافي الربح بعد اقتطاع الفوائد لذلك فإن درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك أعلى من مستوى المخاطر التي يتعرض لها المقرضون لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون بالضرورة أعلى من معدل العائد الذي يطلبه المقرضون وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون .

جـ – الثبات في حجم الاستثمار وهذا يعني الثبات في القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها المزيج التمويلي ، كما أنه لا يوجد ما يمنع الإدارة من تغيير المزيج المكون للهيكل المالي وبسبب ثبات حجم الاستثمار هذا يعني أن صافي ربح العمليات ثابت لا يتغير .

2 – مدخل صافي ربح العمليات (The Net Operating Income Approach): وفقاً لهذا المدخل الذي ينص على عدم وجود أثر لزيادة نسبة الرفع المالي (الديون) في تخفيض الكلفة المتوسطة المرجحة للمزيج التمويلي وبالتالي عدم التأثير على القيمة السوقية للشركة ، إن هذا المدخل لا يؤمن بوجود مزيج تمويلي أمثل ، وقيمة المنشأة لا ترتفع أو تنخفض لأي تغير نسبي في التمويل بالدين أو التمويل بالملكية . (Shapiro , 1991 : 430)

وبعد عرض أفكار هذا المدخل الذي لا يؤمن إطلاقاً بوجود مزيج تمويل مثالي يؤثر في الكلفة التمويلية وفي القيمة السوقية للشركة لا بد من عرض مجموعة الافتراضات التي ارتكز عليها هذا المدخل والمتمثلة بما يلي : (الحناوي و العبد ، 2002 : 323 – 324)

أ – يتم تحديد القيمة الكلية للشركة بخصم صافي ربح العمليات (NOI) بمعدل خصم يساوي كلفة الأموال المرجحة (WACC) ، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين الاقتراض والملكية .

ب– يتحدد معدل الخصم بدرجة مخاطر الأعمال (Business Risk) لذلك فإذا بقيت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم المتمثل بكلفة الأموال المرجحة يبقى ثابتاً لا يتغير أيضاً .

جـ – إن زيادة مستويات المديونية من خلال الحصول على قروض وهو مصدر تمويل منخفض الكلفة مقارنة بالتمويل عن طريق الملكية يترتب على ذلك مخاطر مالية (Financial Risk) يتعرض لها الملاك (حملة الأسهم) لذلك فإن المزايا المحصلة من انخفاض كلفة الدين تضيع نتيجة لمطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى يعوضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها ، مما يجعل كلفة التمويل الممتلك متصاعدة كلما ارتفع مستوى المديونية (الرفع المالي) .

د – الثبات في معدلات الفائدة على القروض .

هـ – عدم وجود ضريبة على دخل الشركات .

3 – المدخل التقليدي (The Traditional Approach) : يطلق مصطلح وجهة النظر أو المدخل التقليدي (Traditional Approach Or View) في موضوع المزيج التمويلي أو مزيج رأس المال ، على تلك الدراسات التي تؤمن بوجود مزيج مالي أمثل ، فكل دراسة من هذا القبيل تصنف ضمن المدخل التقليدي وتوصف هذه الدراسات بـ " التقليدية " ليس لأنها قد ظهرت في ماض انتهى وبذلك اكتسبت صفة القدم والتخلف الزمني . ولكن الوصف يستند أساساً إلى أن هذه الدراسات افترضت وبدون البرهنة على صحة الفرضية التي مفادها أنه على المنشأة أن تحدد هيكلاً مالياً

أمثـل يتضمـن نسبـة مثالية للتمـويل المقترض تجعـل الكلفة التمويلية عنـد حدهـا الأدنى . (العامري ، 2010 : 163)

إذ يركز مفهوم هذا المدخل على أن القيمة السوقية للمشروع يمكن أن تزداد وكذلك يمكن تخفيض التكلفة الكلية للأموال بتحديد المزيج التمويلي المناسب من أموال الملكية والاقتراض وباستخدام الرفع المالي بحد معقول يمكن من تخفيض تكلفة المزيج التمويلي فإذا تجاوز المشروع هذه الدرجة (المعقولة) فسوف تزداد هذه التكلفة باضطراد . ولهذا يوجد مزيج تمويلي أمثل عندما تكون قيمة المشروع أكبر ما يمكن وتكلفة الأموال أقل ما يمكن . (عبدالعزيز ، 1996 : 248)

أضف إلى ذلك أن المضمون النظري لأفكار مؤيدي هذا المدخل يعتمد وجهة نظر وسيطة بين مدخل صافي الربح (NI) ومدخل صافي ربح العمليات (NIO) . ويفترض هذا المدخل أن كلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع الزيادة في نسبة الديون ، ويعود ذلك إلى الارتفاع في درجة المخاطرة التي يتعرض لها الملاك وبسبب الارتفاع في درجة المخاطرة والممثلة بالمخاطر المالية يرتفع معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في شركة الأعمال ، وهم يفترضون أن معدل العائد المطلوب يمثل كلفة التمويل الممتلك يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها التمويل المقترض في المساهمة في تشكيلة المزيج التمويلي بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك . (الزبيدي ، 2004 : 778)

كما يفترض المؤيدون لهذا المدخل أن كلفة التمويل المقترض تبقى ثابتة لحد معين ، ومن ثم تبدأ بالارتفاع التدريجي بعد هذا الحد ويعود ذلك لزيادة المغالاة في التمويل المقترض إذ ترتفع درجة المخاطرة من تمويل هذه الشركات مما يدفع المقرضين لزيادة معدلات الفائدة على القروض الممنوحة لهذه الشركة .(Shapiro , 1991 : 430 - 431)

وفقاً للمدخل التقليدي فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة للتغيرات الحاصلة في المزيج التمويلي يمكن أن تقسم إلى ثلاث مراحل : (القطامين ،2007 :22–23) وكذلك (الحناوي والعبد ،2002 :330–335)

المرحلة الأولى :

تتصف هذه المرحلة بثبات أو زيادة بطيئة في كلفة التمويل الممتلك مع كل زيادة في مقدار الاقتراض . إلا أن الزيادة في كلفة الأموال الممتلكة ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن زيادة الاقتراض . يضاف إلى ذلك أن كلفة الاقتراض ضمن هذه المرحلة تظل ثابتة ، وبسبب ذلك فإن القيمة السوقية للشركة سوف تبدأ بالزيادة الطفيفة كلما زاد الرفع المالي في هيكل التمويل بسبب التغيرات التي تحصل في كلفة الأموال المرجحة واتجاهها نحو الانخفاض .

المرحلة الثانية :

تتصف هذه المرحلة بأن الشركة تكون قد استخدمت نسبة من الاقتراض بحيث لا تؤثر في القيمة السوقية وذلك لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على الاقتراض والمتمثلة في انخفاض كلفته سوف يقابله ارتفاع بنفس المقدار في كلفة الأموال الممتلكة وبالتالي عند هذه المرحلة لن تشهد الشركة تأثير في قيمتها السوقية .

المرحلة الثالثة :

في هذه المرحلة تتجاوز إدارة الشركة في اقتراضها نقطة أو مدى الاقتراض الأمثل ، وهو ما يترتب عليه أن تصبح مزايا الاعتماد على القروض مصدراً رخيص الكلفة تضيع تماماً مع الزيادة التي يطلبها الملاك على معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب زيادة الخطر القادم من زيادة الاعتماد على القروض ، بمعنى أن زيادة الاعتماد على القروض تدفع معدل المخاطر إلى

الارتفاع مما يحرك الملاك إلى زيادة في معدل العائد المطلوب من قبلهم وهذا بحد ذاته يؤدي إلى ارتفاع ملحوظ في الكلفة المرجحة للأموال . وبالنتيجة تنخفض القيمة السوقية للشركة .

4- مدخل مودكلياني وميلر (Modigliani & Miller Approach) : لقد جاءت دراسة (M&M) عام 1958 التي اختصت بدراسة المزيج التمويلي للمؤسسة وعلاقته بتكلفة الأموال ، والتي بينت أن قيمة المؤسسة المتمثلة في قيمة استثماراتها التي تتوقف على العوائد والمخاطر المتعلقة بهذه العوائد لا ترتبط بأي علاقة مع المزيج التمويلي ، إذ قامت هذه الدراسة على مجموعة من الافتراضات التي لم تتوافق مع الواقع العملي ، وذلك لكوننا نعيش بعالم ليس مثالياً تبنى عليه افتراضات فرضية فقط ومنها: (العون ، وآخرون ، 2006 : 49 – 50)

أ – أن المنشأة تعمل في ظل سوق المنافسة الكاملة ، مما يترتب على ذلك توافر المعلومات عن المنشآت العاملة في السوق ، وإمكانية شراء الاستثمارات المالية مهما صغر حجمها ، وأن المستثمرين يتصفون بالرشد .

ب – إمكانية تقسيم المنشآت العاملة الى مجموعات متجانسة على أساس درجة المخاطر حسب النشاط الذي تنتمي إليه ، وبذلك فإن كل منشأة داخل هذه المجموعة تتعرض لنفس درجة المخاطرة .

جـ – يستطيع المستثمرون الاقتراض بنفس معدل الفائدة الذي تستطيع الشركات الاقتراض به.

قدم مودكلياني وميلر دراستهما على شكل اقتراحات سيتم تناولها فيما يلي :

– الاقتراح الأول (Proposition I) :

ينص هذا الاقتراح على عدم تأثر قيمة المنشأة للمزيج التمويلي لهذه المنشأة سواء كانت مقترضه أو غير مقترضه (مرفوعة أو غير مرفوعة) . إذ يؤكدون على استقلالية قيمة المنشأة عن مزيجها التمويلي . ويؤكد المقترح المذكور على أن القيمة السوقية للشركة ما هي إلا انعكاسات

لقرار الاستثمار فيها وبفاعلية تلك القرارات وقوتها الايرادية أي بفاعلية توزيع هذه الاستثمارات ما بين الاستثمارات الثابتة والمتداولة منها ولا توجد أية علاقة لآلية تمويل هذه الاستثمارات ، مما يؤكد على أن القيمة السوقية للشركة مستقلة عن المزيج التمويلي . (Khan &Jain , 2005 : 16.13)

ولإثبات صحة الاقتراح الأول الذي تبناه الباحثان والذي ينص على أن القيمة السوقية للشركة المرفوعة تتساوى مع القيمة السوقية للشركة غير المرفوعة وإنما تنتمي هذه الشركات إلى نفس الشريحة من المخاطر ، وفيما لم يتحقق التساوي بين القيمتين ، سوف يظهر المراجحون لإتمام التوازن بين القيم ، ولقد سميت هذه العملية باسم عملية المراجحة (Arbitrage Process). (Shapiro , 1991: 432) وكذلك (الحناوي والعبد ، 2002 : 339) .

ويقصد بعملية المراجحة إحداث التوازن بين قيمة شركتين متماثلتين في كل شيء عدا السياسة التمويلية ، واحدة من الشركتين تعتمد على التمويل عن طريق الملكية والأخرى تتبع التمويل عن طريق الدين والملكية هذا يعني إعادة التوازن بين قيمة شركتين متماثلتين في كل شيء ولكن إحداهما مرفوعة بالدين والأخرى غير مرفوعة . فالاختلاف بين القيمتين هو اختلاف مؤقت وأن عملية المراجحة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة الشركتين مما يجعل القيمة السوقية للشركتين متساوية . (الزبيدي ، 2004 : 793)

– الاقتراح الثاني (Proposition II) :

عرض مودكلياني وميلر على أن ما ورد في الاقتراح الأول بأن القيمة السوقية للمشروع لن تتغير بتغير المزيج التمويلي ، إلا أنه سيحدث تغيرات مهمة في قروض الشركة وحق الملكية . ومن هذا الاقتراح يتوضح لنا أن أهم الموضوعات التي لقيت اهتماماً وقد يسند إليها التغيرات التي ستطرأ على الشركة : (Ross et al. , 2005 :409-412)

(أولاً) مخاطرة المالكين سترتفع بشكل مصاحب للارتفاع في درجة الرافعة المالية .

(ثانياً) ارتفاع في معدل العائد المطلوب من قبل المالكين نتيجة لارتفاع درجة الرافعة المالية .

(ثالثاً) نسبة الرافعة المالية معبر عنها بنسبة القروض إلى حقوق الملكية .

(رابعاً) معدل العائد المطلوب من قبل المالكين معبر عنه بكلفة التمويل المرجحة .

وينبثق الاقتراح الثاني الذي قدمه (M&M) من اقتراحهم الأول ويشير إلى أن معدل العائد المطلوب لشركة تعتمد على الاقتراض يعادل معدل العائد المطلوب لشركة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر لكنها لا تعتمد على الاقتراض في تمويل استثماراتها بالإضافة الى عائد إضافي لتعويض المخاطر المالية الناجمة عن الاقتراض . (الحناوي والعبد ، 2002 :343)

مع كل هذه المبررات لمودكلياني وميلر لا يمكن لنا التسليم ، بأنه لا توجد علاقة بين المزيج التمويلي وكلفته ، وأنه لا يوجد نسبة مثالية للرفع المالي ، وأن استخدام مصدر تمويل دون الآخر لا يؤثر في كلفة التمويل . ولربما كانت فرضيتهما منسجمة مع الافتراضات التي قامت عليها ، إلا أن هذه الافتراضات نادرة الحدوث في الواقع العملي ، ولذلك لا يوجد أي دليل علمي يؤيد طروحات مودكلياني وميلر. (العامري ، 2010 : 167)

5 – مدخل التوازن (Static Approach): يؤكد مدخل التوازن على وجود قرار اقتراض مثالي ، وأن هذا القرار يجعل الشركة تستمر في عملية الاقتراض إلى نقطة مثالية يتساوى عندها التأثير الإيجابي للوفر الضريبي الناجم عن خصم فوائد القروض من الدخل الخاضع للضريبة مع التأثير السلبي لتكاليف الإفلاس الناجمة عن زيادة القروض . فإن القرار الأمثل للاقتراض الذي يحقق أعلى قيمة سوقية للشركة ما هو إلا نتيجة أو محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الناتج عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكاليف الإفلاس الناشئة عن عملية الاقتراض (الزبيدي ، 2004 : 816)

الجدول (2 – 1) ملخص مداخل صياغة المزيج التمويلي

المدخل المعيار	مدخل صافي الربح Net Income Approach	مدخل صافي ربح العمليات Net Operating Income Approach	المدخل التقليدي Traditional Approach	مدخل مودكلياني وميلر Modigliani & Miller Approach	مدخل التوازن Static Approach
الكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل (WACC)	مستقلة ولا تتأثر بتغير درجة الرافعة المالية	مستقلة ولا تتأثر بتغير درجة الرافعة المالية	تنخفض إلى حد معين (الأمثل) ومن ثم ترتفع بارتفاع الرافعة المالية	مستقلة ولا تتأثر بتغير درجة الرافعة المالية	تصل إلى حدها الأدنى عند نقطة التساوي بين كلفة الإفلاس وبين القيمة الحالية للوفر الضريبي
كلفة حق الملكية	مستقلة ولا تتأثر بتغير درجة الرافعة المالية	ترتفع بارتفاع درجة الرافعة المالية	تتأثر بالارتفاع عند ارتفاع الرافعة المالية	تتأثر بالارتفاع عند ارتفاع درجة الرافعة المالية	نقطة التوازن هي معيار التوازن بين التمويل المقترض والتمويل الممتلك في صياغة الهيكل التمويلي
القيمة السوقية	تتأثر بالارتفاع عند ارتفاع درجة الرافعة المالية	لا تتغير ولا تتأثر بتغير درجة الرافعة المالية	تصل إلى القيمة العليا (حد التعظيم) عند درجة الرفع المثالية ، حيث الكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عند الحد الأدنى	لا تتغير ولا تتأثر بتغير درجة الرافعة المالية	تتحقق أعلى قيمة للشركة وعند زيادة الاقتراض عن الحد المثالي يشكل ضغطاً على القيمة السوقية للشركة مما يسبب انخفاضها
الإقرار بوجود هيكل تمويلي مثالي	يقع الهيكل المثالي عند نسبة تمويل مقترض 100%	لا يؤمن بوجود هيكل تمويلي مثالي	يؤمن بوجود هيكل تمويل مثالي	لا يؤمن بوجود هيكل تمويلي مثالي	يؤمن بوجود الهيكل المثالي عند تساوي الأثر الايجابي للوفر الضريبي مع الأثر السلبي لتكاليف الإفلاس

المصدر : (إعداد الباحث)

(2 – 7) : مصادر التمويل في شركات الأعمال

في هذا الجزء سيتم الحديث عن المصادر التي تلجأ إليها شركات الأعمال بهدف تمويل استثماراتها

(2 – 7 – 1) : التمويل قصير الأجل Short-Term Financing

من أهم واجبات الإدارة المالية صياغة الترتيبات الخاصة بالتمويل بعد أن يتم التخطيط للاستثمار في الأصول المتداولة ، لتحديد احتياجات الشركة في العام المقبل ، وبعد أن تحدد تشكيلة التمويل (المزيج التمويلي) من القروض والملكية ، فعلى الإدارة المالية تحديد المصادر قصيرة الأجل التي تلجأ إليها في توفير الاحتياجات المالية . (حنفي ، 2002 : 411)

ومن أسباب اختيار التمويل قصير الأجل أولاً : لمواجهة الاحتياجات التمويلية الموسمية لتمويل متطلبات رأس المال العامل ، ثانياً : يعد التمويل قصير الأجل مكملاً للعناصر التمويلية الأخرى ويتم استخدام هذا النوع من التمويل بدرجة كافية ولعدة فترات عوضاً عن المصادر الأخرى.(عبد الرحيم ، 2008 : 37)

وبالرغم من أهمية التمويل القصير الأجل إلا أن الإدارة المالية لا تعتمد عليه بشكل عشوائي إذ يلاحظ أن الإدارة المالية تلتزم بجملة من المبادئ العملية لتحديد نوع ومقدار ووقت اللجوء إلى التمويل القصير الأجل ومن أهم هذه المبادئ مبدأ التمويل القصير الأجل ، أو ما يسمى عادة بمبدأ المقابلة (Matching) ، أي مقابلة مصدر التمويل بطول الحاجة إليه زمنياً ، فإذا كانت الحاجة للأموال لفترات طويلة فإنها تلجأ إلى الاعتماد على مبدأ المقابلة ، أي أنه عند التطبيق وفي الأمد البعيد فإن الإدارة المالية سوف تتعرض إلى مخاطرة أقل بكلفة أقل أيضاً ، أن

مبدأ المقابلة يحث على الاعتماد على مصادر التمويل قصيرة الأجل لتمويل الحاجات الموسمية فقط . (الزبيدي ، 2004 : 938 : 941)

1 : مصادر التمويل قصير الأجل (Sources Of Short-Term Financing)

يعرف التمويل قصير الأجل بأنه ذلك الالتزام الواجب السداد خلال مدة زمنية لا تزيد على السنة الواحدة . وهناك العديد من مصادر التمويل قصير الأجل ، التي تتمكن الشركات من اللجوء إليها . وتشير المراجع إلى التمويل قصير الأجل يقع ضمن صنفين هما :

(النعيمي ، وآخرون ، 2007 : 345)

أ – التمويل التلقائي (Spontaneous Financing)

يمثل هذا الصنف من التمويل الأموال التي يمكن الحصول عليها بشكل تلقائي ولا تتطلب من المنشأة اتفاقيات رسمية كثيرة . مثل (المستحقات والحسابات الدائنة) .

ب – التمويل غير التلقائي (Non Spontaneous Financing)

ويمثل هذا الصنف مصادر التمويل التي يمكن الحصول عليها عن طريق التفاوض مع الجهات المانحة للتمويل . مثل (القروض المصرفية قصيرة الأجل) .

تتوافر للشركة أشكال متنوعة من التمويل قصير الأجل ، وعلى الإدارة المالية معرفة مزايا وعيوب كلٌ منها ، وكذلك خصائصه ومصادره . ومن أهم أشكال التمويل قصير الأجل ما يلي :

أ – الائتمان التجاري : من أكثر مصادر التمويل قصيرة الأجل شيوعاً واستخداماً من قبل الإدارة المالية في الشركات هو الائتمان التجاري . ويقصد بالائتمان التجاري ، ذلك القرض الممنوح نتيجة لشراء مواد أولية أو بضاعة دون دفع قيمة المشتريات نقداً ، إنما يتم الشراء بصفة الدفع الآجل ،

ويسمح للشركة بدفع قيمة المشتريات الآجلة في فترة زمنية لاحقة لا تتجاوز السنة الواحدة ، ولهذا السبب يخرج عن شكل الائتمان التجاري أي ائتمان غير مرتبط بعملية الشراء أو البيع . ويعد الائتمان التجاري من مصادر التمويل التلقائية (Spontaneous) وتزداد تلقائية هذا المصدر مع الزيادة في حجم المشتريات التي تتأثر تلقائياً بزيادة المبيعات . (الميداني ، 2004 : 480 – 482)

وتتلخص شروط الائتمان التجاري بالنص على ما يلي : (رمضان ، 1996 : 127)

- موعد السداد بدون فائدة .
- وجود خصم تعجيل الدفع أو عدم منح ذلك الخصم وقد سمي هذا الخصم بهذا الاسم لأنه يشجع المشتري على الاستعجال بدفع قيمة ما عليه ، ويظهر خصم تعجيل الدفع بالشكل التالي على الفاتورة (10/2 صافي 30) على سبيل المثال . وهذا معناه أنه إذا تم سداد قيمة الفاتورة خلال مدة أقصاها عشرة أيام فإن البائع يمنح المشتري خصماً مقداره (4%) من أجمالي قيمة الفاتورة أما إذا لم يقم بالسداد خلال عشرة أيام فإن عليه أن يدفع إجمالي القيمة خلال مدة لا تتجاوز (30) يوماً .

ب – الائتمان المصرفي :

يتمثل الائتمان المصرفي بالقروض قصيرة الأجل (Short-Term Bank Loans) التي تحصل عليها الشركات من البنوك . إذ يأتي هذا النوع من الائتمان بالمرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري وذلك من حيث درجة اعتماد الشركات عليه مصدراً للتمويل قصير الأجل . ويعد الائتمان المصرفي مصدر تمويل منخفض الكلفة مقارنةً بالتمويل عن طريق الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المنشأة في الاستفادة من الخصم النقدي الممنوح من البائعين (المورّدين) ومن الممكن استخدامه مصدراً لتمويل الأصول الدائمة للشركات التي تواجه صعوبات في تمويل أصولها الدائمة عن طريق مصادر طويلة الأجل . يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري لأنه

يصرف بشكل نقدي مما يتيح الفرصة للشركات أن تتصرف به بحرية أكبر ، غير أنه يعد أقل مرونة من ناحية أخرى لأنه لا يتغير تلقائياً مع تغير حجم النشاط . (هندى ، 1996 : 495 – 496)

تعد القروض المصرفية من أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل التي قد تلجأ إليها الشركات، وهذه القروض لا تمنح بشكل تلقائي وإنما تعد تمويلاً تفاوضياً (Negotiated Financing) لأنها تخضع للتفاوض بين الشركة (طالبة الائتمان) والمصرف (مانح الائتمان) فعندما تحتاج الشركات لأموال بهدف تغطية متطلبات قصيرة الأجل ولا يمكن لها توفيرها عن طريق الائتمان التجاري أو عن طريق الأرباح المحتجزة ففي هذه الحالة تلجأ إلى استخدام الائتمان المصرفي .

(النعيمي ، وآخرون ، 2007 : 352 – 353)

الجدول رقم (2 – 2)

مقارنة بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي

نوع الائتمان / المعيار	الائتمان التجاري	الائتمان المصرفي
1 – الزمن	قصير الأجل	إما قصير الأجل وإما طويل الأجل
2 – الحجم	حجم الائتمان التجاري أكبر من الائتمان المصرفي قصير الأجل	أقل من الائتمان التجاري في حالة القروض قصيرة الأجل
3 – الكلفة	الائتمان التجاري مجاني في معظم الأحيان إلا في حالة تفويت فرصة اكتساب الخصم النقدي ، وحالة تفاوت سعر الشراء نقداً وسعر الشراء بالآجل ، وحالة تجاوز فترة الائتمان إذا كان ذلك يسبب دفع فائدة .	الائتمان المصرفي لا يكون مجانياً بأية حال ولكن تكاليفه غالباً تكون أقل من تكاليف الائتمان التجاري إذا لم يكن ذلك الائتمان مجانياً
4 – طبيعة الائتمان	يكون على شكل بضاعة	يكون على شكل نقدي
5 – شكل الائتمان	الائتمان التجاري يأخذ شكل الحساب الجاري	للائتمان المصرفي عدة أنواع

المصدر : (رمضان ، 1996 : 133)

ج – أوراق سوق النقد (Money Market Securities) :

يعد هذا النوع من الائتمان مصدراً جديداً لتمويل الشركات إضافة إلى الائتمان التجاري والائتمان المصرفي ، فقد سادت في السنوات الأخيرة مصادر أخرى لتمويل الشركات تتمتع بقابلية عالية للتسويق أو قابليتها للتحويل إلى نقد (Marketable) ، وهي تلك القروض التي يمكن تداولها في السوق المفتوح . ومن هذه المصادرة الأوراق التجارية (Commercial Papers) والقبولات المصرفية (Bankers Acceptances) .(النعيمي ، وآخرون ، 2007 : 257 – 260)

(3 – 7 – 2) : التمويل طويل الأجل Long-Term Financing

قدمنا في الجزء السابق عرضاً لمصادر التمويل قصيرة الأجل ، أما هذا الجزء سيتطرق لعرض مصادر التمويل طويلة الأجل التي تلجا إليها شركات الأعمال خاصةً لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل . ومن الجدير بالذكر أن شركات الأعمال تتمكن من الحصول على هذا التمويل بالاستفادة من الأسواق المالية ، إذ إن وجود أسواق مالية يساعد الإدارة المالية في الحصول على حاجاتها من الأموال . وتقسم مصادر التمويل طويلة الأجل إلى مصادر ممتلكة مثل : (الأسهم العادية ، والأرباح المحتجزة) ومصادر مقترضة مثل : (السندات ، القروض طويلة الأجل) ، وأيضاً تقسم هذه المصادر إلى مصادر داخلية (الأرباح المحتجزة) ومصادر خارجية (الأسهم العادية ، السندات ، القروض) . ففي هذا الجزء سيتم عرض هذه المصادر التي تشكل مزيج رأس المال .

1 : الأسهم العادية (Common Stock)

الأسهم العادية هي أحد مصادر التمويل طويلة الأجل الممتلكة والمتحصل عليها من مصادر خارجية . وتعرف الأسهم العادية بأنها أوراق مالية لا تستحق (أبدية) ، لها قيمة اسمية ، ولا تعد بتوزيع نسبة أرباح ثابتة ، تصدر من قبل شركات الأعمال بهدف الحصول على أموال ملكية . ويمنح هذا النوع من الأسهم حامليها حقاً في الملكية النهائية للشركة وما يتبع ذلك من تحمل لمخاطر أعمال الشركة وتبعات المسؤولية التي تحددها نسبة المساهمة في الشركة . وفي حالة تصفية الشركة ، لا يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة في حقوقهم من القيمة التصفوية للشركة إلا بعد تسوية مطالبات المقرضين وحملة الأسهم الممتازة . (الميداني ، 2004 : 551)

وفي سياق الحديث عن الأسهم العادية يجب علينا التفريق بين الأسهم العادية المصرح بها (Authorized Common Stock) والتي تمثل أساس قاعدة الملكية ، وهو الحد الممكن الذي يُسمح للشركة بإصداره للتداول ، وبين الأسهم العادية الصادرة (Issued Common Stock) وهذه الأسهم تمثل الجزء الصادر من الأسهم المصرح بها . (Ross et al . , 2005 : 358)

2 : الأسهم الممتازة (Preferred Stock)

تعد الأسهم الممتازة أحد مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل . وتشكل الأسهم الممتازة مصدراً تمويلياً هجيناً يجمع بين صفات الديون وصفات الملكية . فهي كالديون (السندات) لها معدل أرباح موزعة ثابت ، ولها حق الأولية قبل الأسهم العادية (ولكن بعد الديون) في أرباح الشركة وفي قيمتها التصفوية في حالة الإفلاس . وتتشابه الأسهم الممتازة بالأسهم العادية ولأنهما ليس لهما تاريخ استحقاق محدد ، وأن التخلف عن دفع أرباح الأسهم الممتازة لا يؤدي

بالشركة إلى الإفلاس والتصفية . وليس لحملة الأسهم الممتازة حق في التصويت (Voting Right) إلا في حالات خاصة وبالتالي ليس لها تمثيل في مجلس إدارة الشركة . (الميداني ، 2004 : 549)

في سياق الحديث عن الأسهم الممتازة لا بد من ذكر الأسباب التي تدعو الشركة إلى إصدار هذا النوع من الأسهم . والتي يمكــن حصرهــا في ثلاث نقــاط كالآتي : (الزبيدي ، 2004 : 963 – 964)

أ – زيادة موارد الأموال المتاحة للشركة : تتمكن الشركات من زيادة مواردها الممتلكة عن طريق إصدار أسهم ممتازة .

ب – المتاجرة بالملكية : تستطيع الإدارة المالية أن تحقق أرباحاً إضافية لحملة الأسهم العادية إذا تمكنت من استثمار حصيلة الأسهم الممتازة ، لتحقيق أرباح تزيد على الأرباح الموزعة لحملة الأسهم الممتازة .

ج – استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة : لأن حملة الأسهم الممتازة لا يتمتعون بحق التصويت وبالتالي ليس لهم دور تشاركي في إدارة الشركة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر .

وتختلف الأسهم الممتازة من حيث أسلوب توزيع الأرباح . فهناك أسهم ممتازة تتقاضى أرباحها الموزعة بالطريقة التراكمية (Cummulative Dividends) وهذا الأسلوب يلزم الشركة في حالة تخلفها عن دفع الأرباح الموزعة في إحدى السنوات ، فإن هذه الأسهم تحتفظ بحقها في الأرباح إلى السنة القادمة إذ يتوجب على الشركة دفع مستحقات التوزيعات للسنة السابقة والحالية قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم العادية . وهنـاك أسهم ممتازة تتقاضى توزيعات الأرباح بطريقة غير تراكمية (Nuncumulative Dividends) فاستخدام هذه الطريقة لا يحق لحامل

السهم الممتاز المحافظة على نصيبه من التوزيعات في حالة عدم توزيع أرباح في إحدى السنوات ، لذلك الأرباح غير الموزعة لا يتم نقلها للسنة أو للسنوات التي تليها وإنما يفقد حامل السهم الممتاز الحق في هذه التوزيعات . (Ross et al . , 2005 : 392 – 393)

(2 – 7 – 3) : الديون طويلة الأجل (Long-Term Debt)

تشكل الديون طويلة الأجل أحد مصادر التمويل في شركات الأعمال ، وتعد هذه الديون من المصادر المقترضة والخارجية . وتستطيع الشركة الحصول على التمويل بالدين إما بالاقتراض من البنوك أو بإصدار سندات دين . ففي هذا الجزء من الدراسة ستتم مناقشة الاقتراض من البنوك ومن ثم الانتقال إلى استخدام السندات في التمويل .

1 – القروض طويلة الأجل (Long-term Loans) :

تلجأ الإدارة المالية إلى مصدر التمويل المقترض طويل الأجل لأغراض تمويل الاحتياجات الاستثمارية طويلة الأجل سواء في الموجودات الثابتة أو الاستثمارات الدائمة أو بعض مكونات رأس المال العامل . ويتم الحصول على القروض طويلة الأجل عادة من البنوك التجارية والمتخصصة العاملة في الاقتصاد التي تقرض لآجال طويلة . ومن المعروف عن المؤسسات المصرفية أنها وحدات اقتصادية متكاملة ولها دورها الاقتصادي المهم إذ من خلالها يتم تنظيم العلاقات المالية على مستوى الاقتصاد وذلك لدورها في التوفيق بين الجهات ذات الوفورات المالية (الفائض) وبين الجهـات التي بحاجـة إلـى هـذه الأمـوال (ذات العجز) . (الزبيدي ، 2004 : 966)

وتعرف القروض طويلة الأجل بأنها القروض التي تحصل عليها الشركة من المؤسسات المالية مثل (البنوك ، وشركات التأمين) ، وقد يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين عاماً . ومن

أهم الخصائص المميزة للقروض أنه مصدر تمويل تفاوضي إذ يتم الاتفاق على شروطه (معدل الفائدة ، الضمانات ، تاريخ الاستحقاق ، ...) بين المقرض والمقترض . وقد يتم الاتفاق على معدل فائدة غير ثابت (Floating Interest Rate) خاصة إذا كانت معدلات الفائدة السوقية متجهة نحو الارتفاع . ويتم سداد قيمة القرض والفوائد المستحقة مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه ، أو قد يتم على عدة أقساط في تواريخ معلومة مما ينشأ عن ذلك ما يسمى بجدول تسديد أو إطفاء القرض (Amortization Schedule) . (هندى ، 2008 : 543)

2 – التمويل بالسندات (Bonds Financing)

تعد السندات أحد مصادر التمويل المقترض الخارجي . ويعرف السند على أنه مستند مديونية طويلة الأجل تصدره الشركات ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية (Par / Face Value) في تاريخ الاستحقاق (Maturity Date) ، ويعد أيضاً بمثابة قرض طويل الأجل يستحق الدفع في وقت محدد وله معدل فائدة ثابت . وتمثل القيمة الاسمية للسند ، القيمة المثبتة على السند عند إصداره ، ويحمل فائدة اسمية مثبته على الكوبون (Coupon Interest Rate) . (العامري ، 2010 : 705 – 706) وعرف السند (Bond) على أنه اتفاق تعهدي مكتوب وممهور بختم الطرف الذي صوره أو أنشأه . وفيه يتعهد المنشئ بأن يدفع فائدة دورية (سنوية ، نصف سنوية ، ...) ودفع المبلغ المتفق عليه (القيمة الاسمية) في تاريخ محدد مسبقاً . والسندات طويلة الأجل هي مصدر تمويلي طويل الأجل تتمكن منظمات الأعمال من الحصول عليه . (عبد العزيز ، 1997 : 113)

تتعدد أشكال السندات التي تستخدمها الشركات في تمويل استثماراتها طويلة الأجل . فهناك سندات لها مدى زمني مفتوح وغير محدد (Perpetual Bonds) . ويوجد سندات تتمتع بتاريخ

استحقاق محدد (Bond With a Finite Maturity) . وتختلف السندات في طريقة الفوائد المستحقة عليها ، فهناك سندات تحمل معدل فائدة يدفع بشكل دوري طول عمر السند المحمول وتسمى (Nonzero Coupon Bonds) ، وهناك سندات لا تستحق فوائد ، أي ليس لها معدل فائدة وتسمى (Zero-Coupon Bonds) وهذه السندات لا تستحق فائدة دورية ولكن هذه السندات تباع بخصم (discount) أي أن هذه السندات تباع بأقل من قيمتها الاسمية عند إصدارها . وأخيراً تختلف السندات في طريقة دفع الفوائد الدورية منها من يدفع الفوائد المستحقة سنوياً ولكن في الأغلب تدفع وتحتسب نصف سنوية (Semiannual Compounding Of Interest) .

(Van Horne & Wachowicz , 2005 : 73 – 75)

(3 – 7 – 4) : الأرباح المحتجزة (Retained Earning)

تعد الأرباح المحتجزة أحد مصدري التمويل بالملكية وأيضاً مصدراً تمويلياً داخلياً ، وهي أرخص بكثير من إصدار أسهم عادية . وكذلك قد تكون الأرباح المحتجزة مصدر التمويل الوحيد بالملكية إذا كانت الشركة تعمل في اقتصاد لا توجد فيه أسواق مالية ، أو أن تكون الشركة مملوكة من عدد قليل من الشركاء ولا توجد لديهم الرغبة بإدخال شركاء جدد للمساهمة معهم ، أو أن الشركة صغيرة وجديدة ولم تحقق شروط الإدراج في الأسواق المالية ، فلذلك مقدرتها على استقطاب تمويل خارجي ما زالت محدودة . إن التمويل بالأرباح المحتجزة يعني ضمناً أن لدى الشركة استثمارات رابحة ، وأن هذه الاستثمارات المتاحة سينتج عنها أرباح مستقبلية . أي أن الشركة تطمح إلى النمو وأنها ستمول هذا النمو بالأرباح المحتجزة ، مما ينعكس ذلك إيجابياً على سعر السهم في السوق . (الميداني ، 2004 : 681)

ويعد قرار احتجاز الأرباح أو توزيعها من أكثر المواضيع إثارةً في الفكر المعاصر للإدارة المالية . فما بين توزيع الأرباح واحتجازها وجدت الكثير من الاتجاهات بعضها لا يرغب في احتجاز الأرباح ويؤيد عملية توزيع الأرباح وتبنى أفكار هذه الاتجاهات على أن توزيع الأرباح يؤثر وبشكل مباشر في القيمة السوقية للسهم وبالتالي التأثير على هدف الإدارة المالية (تعظيم ثروة الملاك) فكلما ارتفعت توزيعات الأرباح أدت إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم . والاتجاه الآخر ينفي علاقة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للسهم فاحتجاز الأرباح أو توزيعها ليس له علاقة بالتغيرات في أسعار الأسهم السوقية . (الزبيدي ، 2004 : 869)

تتم عملية توزيع الأرباح عادة ، من الأرباح المتحققة في السنة المالية أو من الرصيد المتراكم للأرباح المحتجزة سابقاً (Accumulated Retained Earnings) بالإضافة إلى تباين وجهات النظر في توزيع أو احتجاز الأرباح ، وجد تباين آخر في آراء الجهات المؤيدة لتوزيع الأرباح فمنهم من يؤيد توزيعات أرباح بالشكل النقدي (Cash Dividends) ومنهم من يؤيد توزيعات أرباح على شكل أسهم (Stock Dividends) . ومن آرائهم أن التوزيعات النقدية تتسبب في انخفاض رصيد النقدية ورصيد الأرباح المحتجزة ، أي تُسبب انخفاضاً في طرفي الميزانية العمومية الأصول والمطلوبات ، أما التوزيعات على شكل أسهم تساهم في زيادة عدد الأسهم القائمة والمتداولة في السوق (Shares Outstanding) مما يؤدي إلى زيادة المعروض من هذه الأسهم وبالتالي انخفاض قيمة السهم في السوق . وعملية التوزيعات على شكل أسهم مشابهة لعملية تجزئة الأسهم (Stock Split) إذ إن كليهما يساهم في زيادة عدد الأسهم في السوق . (Ross , et al . , 2005 : 502 – 503)

جدول (2 – 3)

" **مقارنة بين مصادر التمويل طويل الأجل** "

مصدر التمويل المقارنة	الأسهم العادية Common Stock	الأسهم الممتازة Preferred Stock	القروض طويلة الأجل Long-term Loans	السندات Bonds
المصدر	تمويل خارجي	تمويل خارجي	تمويل خارجي	تمويل خارجي
الجهة	تمويل ممتلك	تمويل ممتلك	تمويل مقترض	تمويل مقترض
الكلفة	يعد أعلى كلفة من كل مصادر التمويل	كلفته أقل من الأسهم العادية ، وأعلى من القروض والسندات	كلفته أقل من الأسهم العادية والممتازة	كلفته أقل من الأسهم العادية و الممتازة
الاستحقاق	ليس لها تاريخ استحقاق محدد	ليس لها تاريخ استحقاق محدد	لها تاريخ استحقاق محدد	لها تاريخ استحقاق محدد
الميزة الضريبية	لا يقدم للشركة أي ميزة ضريبية	لا يقدم للشركة أي ميزة ضريبية	يقدم للشركة ميزة ضريبية	يقدم للشركة ميزة ضريبية
المشاركة في الإدارة	له حق المشاركة في الإدارة لأنه يمتلك حق التصويت	ليس له حق المشاركة في الإدارة لأنه لا يمتلك حق التصويت	ليس له حق المشاركة في الإدارة لأنه لا يمتلك حق التصويت	ليس له حق المشاركة في الإدارة لأنه لا يمتلك حق التصويت
الأولية عند تصفية الشركة	في آخر سلم الأولويات في حالة تصفية الشركة	له أولوية قبل حملة الأسهم العادية ، ولكن بعد الدائنين وحملة السندات	له أولوية قبل حملة الأسهم الممتازة والعادية	له أولوية قبل الأسهم الممتازة والعادية

(2 – 8) : الدراسات السابقة

اطلع الباحث على عدد من الدراسات السابقة ما أمكن الوصول إليه سواء العربية أو الأجنبية منها ، والتي لها صلة بموضوع الدراسة الحالية أو بأحد متغيرات هذه الدراسة ، إذ سيتم عرض هذه الدراسات حسب الأقدمية ، متناولاً الدراسات العربية أولاً ومن ثم الأجنبية .

(2 – 8 – 1) : الدراسات العربية

- دراسة (النعيمي ، 1992) بعنوان " **النمو وَ الهيكل المالي ، دراسة في استراتيجيات تمويل النمو لعينة من الشركات الصناعية المساهمة المختلطة العراقية** " هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الهيكل المالي في نمو المنشأة . مع الأخذ بعين الاعتبار انعكاسات بعض العوامل المحددة لتلك العلاقة . وقد أجرى الباحث دراسته على عينة من شركات القطاع الصناعي المختلط ، واستخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار بصيغتيه البسيطة والمتعددة. وخرجت الدراسة بمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات المرتبطة بموضوع الدراسة .
- دراسة (التميمي ، 1998) بعنوان " **تحليل أثر سياسة مقسوم الأرباح في كلفة التمويل وأسعار الأسهم** " وتبنت الدراسة جملة من الأهداف منها الكشف عن مدى توافق أدبيات النظرية المالية الخاصة بالموضوع مع بيئة الدراسة . وأجريت الدراسة على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق بغداد للأوراق المالية، وخرجت الدراسة بعدد من النتائج من أهمها أن الشركات عينة الدراسة لم تستفد من مزايا الرافعة المالية ومن ثم تبعها مجموعة من التوصيات .

- دراسة (بني سعيد ، 2004) " **أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (1993 – 2002)** " هدفت هذه الدراسة إلى توضيح طبيعة وأثر العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح المتبعة في الشركات المساهمة الأردنية وبين قيمتها السوقية . وقد استعان الباحث بنموذج قياسي لتفسير التغيرات التي تحدثها سياسات توزيع الأرباح ، وتم فحص النموذج المستخدم من خلال عينة مكوّنة من (43) شركة تمثل جميع القطاعات الاقتصادية ، وتلا ذلك إخضاع النموذج لتحليل إحصائي يتضمن أسلوب الانحدار المتدرج الذي تناول معالجة العينة كمجموعة واحدة ، ثم قام بمعالجة كل قطاع على حده .

وقد جاءت نتائج الدراسة على نحو يشير إلى أهمية السياسات المتبعة في الشركات المساهمة الأردنية فيما يتعلق بتوزيع الأرباح التي تنطوي على كل من عائد السهم وتركيبة رأس المال ، فقد بينت أن عائد السهم هو العامل المؤثر الوحيد عل القيمة السوقية للسهم .

- دراسة (رمضان ، 2004) " **أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية** " سعت هذه الدراسة إلى البحث في العلاقة المحتملة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للشركة ، استخدمت هذه الدراسة نموذج الانحدار المتعدد ، ونموذج (Lehn and Poulse) على عينة مكونة من 69 شركة أردنية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (ASE) لفترة امتدت لمدة عشر سنوات من 1993م حتى عام 2002م ، كما تم توزيع 190 استبانة بطريقة العينة العشوائية الميسرة على المستثمرين في بورصة عمان للأوراق المالية . وقد خرجت هذه الدراسة بمجموعة من النتائج والتوصيات ومنها وجود علاقة قوية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح ، والقيمة السوقية للشركات الأردنية .

- دراسة (عباد ، 2004) " **أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات** " وهدفت الدراسة توضيح كيف يتخذ المديرون قراراتهم المتعلقة بهيكل رأس المال بمعنى هل يستخدم الدين

لزيادة أرباح الشركة أم لرفع قيمتها . وذلك للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بوصة عمان للفترة الواقعة بين (1991 – 2000) .

ولتحقيق أهداف الدراسة تم بناء نموذجين : **الأول** لفحص العلاقة بين ربحية الشركة وهيكل رأس المال . وتوصل الباحث إلى وجود علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة وهيكل رأس المال ، بمعنى أنه بزيادة الدين تقل أرباح الشركة ويعزى ذلك إلى أن تكلفة الدين أعلى من الأرباح المتحققة من استخداماته في استثمارات الشركة أو أن على الشركات استخدام التمويل الذاتي (Self – Financing) لاستثماراتها إذ يعد ذلك أكثر ربحاً لها .

أما النموذج الثاني فقد تم بناؤه لفحص العلاقة بين قيمة الشركة وهيكل رأس المال .

- دراسة (القطامين ،2007) بعنوان " **أثر تركيبة الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي في القيمة السوقية للأسهم (2000 –2005)**" هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر تركيبة الهيكل المالي للشركات عينة الدراسة بأسعار أسهمها السوقية ، واستخدمت الدراسة اختبار الانحدار المتعدد . وخرجت الدراسة بمجموعة من النتائج من أهمها عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية بين المديونية والقيمة السوقية للشركات الصناعية الأردنية ومن ثم مجموعة من التوصيات .

- دراسة (أبو شنب ، 2008) " **أثر العوائد والمخاطر على القيمة السوقية لأسهم الشركات**" وهي دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. تكونت عينة الدراسة من (38) شركة صناعية أردنية مساهمة عامة موزعة على خمسة قطاعات فرعية ، وقد تم اختيار العينة من الشركات التي تنطبق عليها شروط الدراسة ومعاييرها لتحديد الشركات الداخلة في عينة الدراسة ، وبما يخدم أهداف الدراسة. وتبين من نتائج هذه الدراسة أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين كلٍّ من العوائد والمخاطر والأرباح الموزعة على القيمة السوقية للشركات الصناعية الأردنية ، خلال الفترة

التي غطّتها الدراسة باستثناء وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية لأسهم الشركات . وخلصت الدراسة إلى أن التغير في القيمة السوقية للأسهم لم يكن بسبب التغير في القوة الايرادية للشركات (العائد) ، وإنما جاء هذا التغير بسبب عوامل متعددة بحسب اعتقاد الباحث.

– دراسة أجراها (العون ، وآخرون ، 2008) تحمل عنوان " **العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال** " هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم محددات الهيكل المالي للشركات الصناعية الأردنية ، المدرجة في سوق عمان المالي ، وذلك للفترة من عام (1997 – 2001). وقد تم تلخيص العلاقة بين المؤشرات المحاسبية وشكل الهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة في الأردن ، باستخدام تحليل الانحدار المتعدد ، إذ شمل نموذج الدراسة أربعة متغيرات مستقلة ، وهي نسبة المديونية السابقة للشركة ، السيولة ، الربحية ، ومعدل النمو ، بينما تمثل نسبة الرفع المالي المتغير التابع في الهيكل المالي للشركة .

وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إحصائية مهمة وموجبة ، بين الهيكل المالي ، ونسبة المديونية السابقة عند مستوى المعنوية 1% ، وبينت الدراسة وجود علاقة مهمة إحصائيا وسالبة ، بين الهيكل المالي ، والربحية ، والسيولة ، ومعدل النمو عند مستوى المعنوية 1% ، وأوصت الدراسة أن تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة عالية على الأرباح المحتجزة ، نظرا للخطورة العالية التي تترتب على الاقتراض، وتماشيا مع الظروف الاقتصادية غير المستقرة التي تواجه الأردن .

(2 – 8 – 2) : الدراسات الأجنبية

– دراسة قام بها (Staking & David , 1995) والموسومة بالعنوان " **The Relation between capital structure , Interest Rate Sensitivity, and Market Value in the Property-Liability Insurance Industry** " هدفت هذه الدراسة إلى البحث بين علاقة تركيبة رأس المال ، والحساسية لنسبة الفائدة ، وقيمة الشركة في قطاع التأمين ، مستخدمة قيمة الشركة معبراً عنها بالقيمة السوقية للأسهم إلى القيمة الدفترية ، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن قيمة الشركة لها علاقة بهيكل رأس المال وأن قيمة الشركة تبدأ بالزيادة بالتماشي مع الزيادة في استخدام الدين وبعد حد معين تنعكس الصورة مما يؤدي إلى تناقص قيمة الشركة نتيجة لزيادة الدين ، وأختلف الأمر بالنسبة لحساسية سعر الفائدة إذ إن قيمة الشركة تتناقص مع المخاطرة في نسبة الفائدة ، وبعد ذلك تبدأ بالارتفاع كلما ارتفعت درجة المخاطرة .

– دراسة (Sloan , 1996) التي تحمل عنوان " **Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accrual and cash Flows About Future Earnings?** " تناولت هذه الدراسة ، أسعار الأسهم من حيث قدرتها على تقديم معلومات تخص الأرباح المتوقعة من حيث استحقاقها . وتوصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم تتغير بشكل مستمر ودائم ، وذلك لعدم القدرة أو الصعوبة في تحديد الفرق في صفة الاستحقاق والتدفق النقدي في الأرباح .

– دراسة (Naceur & Goaied , 1999) تحمل عنوان " **The Impact of Dividends , debt , and Investment on Valuation Models** " قامت هذه الدراسة بتفحص العوامل المالية الرئيسية التي تؤثر على قيمة الشركات التونسية ، إذ أظهرت الدراسة أن العائد والقيمة الدفترية لها علاقة في تحديد قيمة الشركة . وأظهرت الدراسة أن الشركات تستخدم سياسات توزيع الأرباح للتأثير في قيمة الشركة ، واستخدام سياسات الاستثمار والدين لا تؤثران في قيمة

الشركة . وأخيراً وجدت الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح تلعب دوراً أساسياً في تحديد قيمة الشركات الصغيرة أكثر من حقوق الملكية مقارنة بالشركات المتوسطة والكبيرة الحجم .

- دراسة الباحث (Gordon , 2001) الموسومة بعنوان " **Capital Structure and Firm Value** " هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر هيكل رأس المال في قيمة الشركة ، على عينة من الشركات الهندسية في بريطانيا ، وتفحصت كيفية تأثير المطلوبات على قيمة الشركة ، وتوصلت الدراسة إلى أن تقسيم أموال الشركة إلى أسهم نسبة للديون ، توزيعات أرباح ، ورأس المال يضيف 10% إلى قيمة الشركة تقريباً ، وأن الوفر الضريبي الناتج عن استخدام الدين (Tax-Shield) يساهم في التأثير على قيمة الشركة .

- دراسة (Hovakimian et al . , 2001) بعنوان " **The Debt-Equity Choice** " هدفت الدراسة للتعرف على القيمة المثلى لنسبة الدين إلى الملكية والعوامل المؤثرة عليها في عينة من الشركات والتي بلغ عددها (38739) شركة . وتوصلت إلى أن هذه النسبة تتغير مع التغير الحاصل في أرباح الشركة وأسعار أسهمها في السوق وأن هناك معوقات تحد من الوصول إلى النسبة المثلى للدين . وأن التباين في نسبة الدين الواقعية والنسبة المثلى المطلوبة يساهم في تحديد إصدارات جديدة من الأسهم أو استخدام الدين .

- دراسة (Ozkan , 2001) بعنوان " **Determinants Of Capital Structure & Adjustment to long Run Target** " أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات البريطانية ، وأشارت الدراسة أن هذه الشركات أظهرت أن لكل من الربحية ، والسيولة ، وفرص النمو ، أثراً سالباً على الهيكل التمويلي ، ووجدت علاقة عكسية بين الاعتبارات الضريبية ، ونسبة الدين .

- ورقة قدمها (**Center For the Study Of Economic and Social Change In Europe , 2002**) تناولت مجموعة من المسائل التي تخص الشركات المساهمة العامة وإدارتها ، وأداء

الأسواق المالية في دول أوروبا الوسطى والشرقية ، إذ تناولت الدراسة تسع دول من المنطقة ، وغطت الدراسة فترة زمنية ممتدة بين (1994 – 2001) . وأظهرت الدراسة مجموعة من النتائج منها أن الأسواق المالية في تلك الدول كانت ذات عوائد أقل ، ومخاطر أكبر ، بالمقارنة مع الأسواق المالية المتقدمة . كما بينت الدراسة وجود حالات مصطنعة لتنزيل أسعار الأسهم ، كان سببها تكتل كبار المساهمين بهدف استغلال المساهمين الصغار . وأوصت الدراسة بضرورة وجود قوانين وتشريعات تحمي صغار المستثمرين ، لما لذلك أثر بنشاط السوق المالي .

– دراسة للباحث (Kaifeng , 2002) بعنوان " **The Influence Of Capital Structure on Company Value Different Growth Opportunities** " هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة عند نسب نمو مختلفة . إذ اعتمد الباحث قيمة الشركة العامل التابع للدراسة ، وأخذ خمسة متغيرات تمثل العوامل المستقلة للدراسة ممثلة بنسبة الديون إلى الموجودات ، هامش الربح قبل الضريبة إلى المبيعات ، نسبة الضريبة ، حجم الشركة ، والمصروفات الرأسمالية . وتم استخدام أسلوب الانحدار الخطي . وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة في الشركات قليلة النمو ، ووجود علاقة ليست ذات دلالة إحصائية في الشركات ذات معدلات النمو العالية.

– دراسة الباحثين (Maury & Pajuste , 2002) والموسومة بعنوان " **Controlling shareholders , Agency Problems , and dividend Policy in Finland** " استخدمت الدراسة عينة مكونة من (174) شركة في الفترة الواقعة بين (1993 – 2000) ، ودرس الباحثان قيمة الشركة في القيمة السوقية لها ، وتوصلت الدراسة إلى أن القيمة السوقية للشركة تعتمد على التحالف والتفاعل بين الكُتل الكبرى للمساهمين في تلك الشركات . وأظهرت الدراسة وجود تأثير لنوعية المساهمين ، ومجموعات كبار المساهمين على قيمة الشركة ، كما أظهرت

الدراسة المساومات بين كبار المساهمين . وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ايجابية بين قيمة الشركة ، وبين وجود كتل من المساهمين ، مما يزيد من القدرة الرقابية ، وبالتالي ينعكس على الأداء .

- **دراسة** (Omet & Khasawneh, 2002) بعنوان" **Financing Patterns , Dividend Policies and Growth opportunities : A Jordanian Firms Pand Data Analysis** " تختبر هذه الدراسة أثر كل من الرفع المالي، وسياسات توزيع الأرباح، على القيمة السوقية للملكية، في حالة وجود فرص نمو مربحة، وعدم وجود هذه الفرص. وقد أشارت نتائج هذه الدراسة التي أجريت على عينة تشمل (41) شركة غير مالية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، إلى أهمية القرارين الماليين في تحديد القيمة السوقية للملكية في حالة وجود فرص للنمو.
- دراسة للباحث (Pattenden , 2006) وتحمل عنوان " **Capital structure Decisions Under Classical and Imputation Tax Systems** " تناولت هذه الدراسة عينة من الشركات الاسترالية ، وتناولت العوامل التي لها تأثير ومقدرة في تحديد هيكل رأس المال ، واستخدمت الدراسة أساليب إحصائية وتصاميم تجريبية لتفحص المسائل والاقتراحات البارزة التي وردت في نظريات ودراسات هيكل رأس المال ، واستخدمت الدراسة بعض العوامل التي تمتلك تأثيراً في هيكل رأس المال ، كالضريبية وتأثيرها في نسبة الديون .

الفصل الثالث

الطريقة والإجراءات

(3 – 1) تمهيد

(3 – 2) منهجية الدراسة

(3 – 3) مجتمع الدراسة وعينتها

(3 – 4) أنموذج الدراسة

(3 – 5) أدوات الدراسة ومصادر الحصول على المعلومات

(3 – 6) المعالجات الإحصائية المستخدمة

(3 – 1) : المقدمة

تناولت الدراسة في الفصول السابقة عرضاً للجوانب النظرية المرتبطة بمشكلة الدراسة . أما في هذا الجزء سيتم عرض الطريقة والإجراءات التي اتبعتها الدراسة . وكما هو معروف أن المنهجية ، هي نقطة الربط بين المعرفة النظرية ، والمعرفة التطبيقية . ومن أجل تحقيق الاستمرارية في بلوغ مقاصد الدراسة المحددة سلفاً سيتم عرض محاور ذات أهمية وتعد نقاطاً رئيسية للدراسة .

(3 – 2) : منهجية الدراسة

تبعاً لطبيعة الدراسة والبيانات المرّاد تحليلها ، ومن خلال الأسئلة التي تسعى الدراسة للإجابة عنها ، استخدم الباحث المنهج الوصفي (Descriptive) في عرض البيانات وإعداد الجداول اللازمة لذلك ، والمنهج التحليلي (Analytical) ، وذلك باستخدام الأسلوب التطبيقي (Empirical) ، وسيتم استخدام نماذج تحليل الانحدار (Regression Analysis) المتعدد والبسيط لغرض معرفة تأثير المتغيرات (المزيج التمويلي ، العائد على السهم العادي الواحد ، العائد على حقوق الملكية ، ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة) في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . بالإضافة الى استخدام تحليل المسار (Path Analysis) باستخدام حزمتي التحليل الإحصائي (Amos) و (SPSS) .

(3 – 3) : مجتمع الدراسة وعينتها

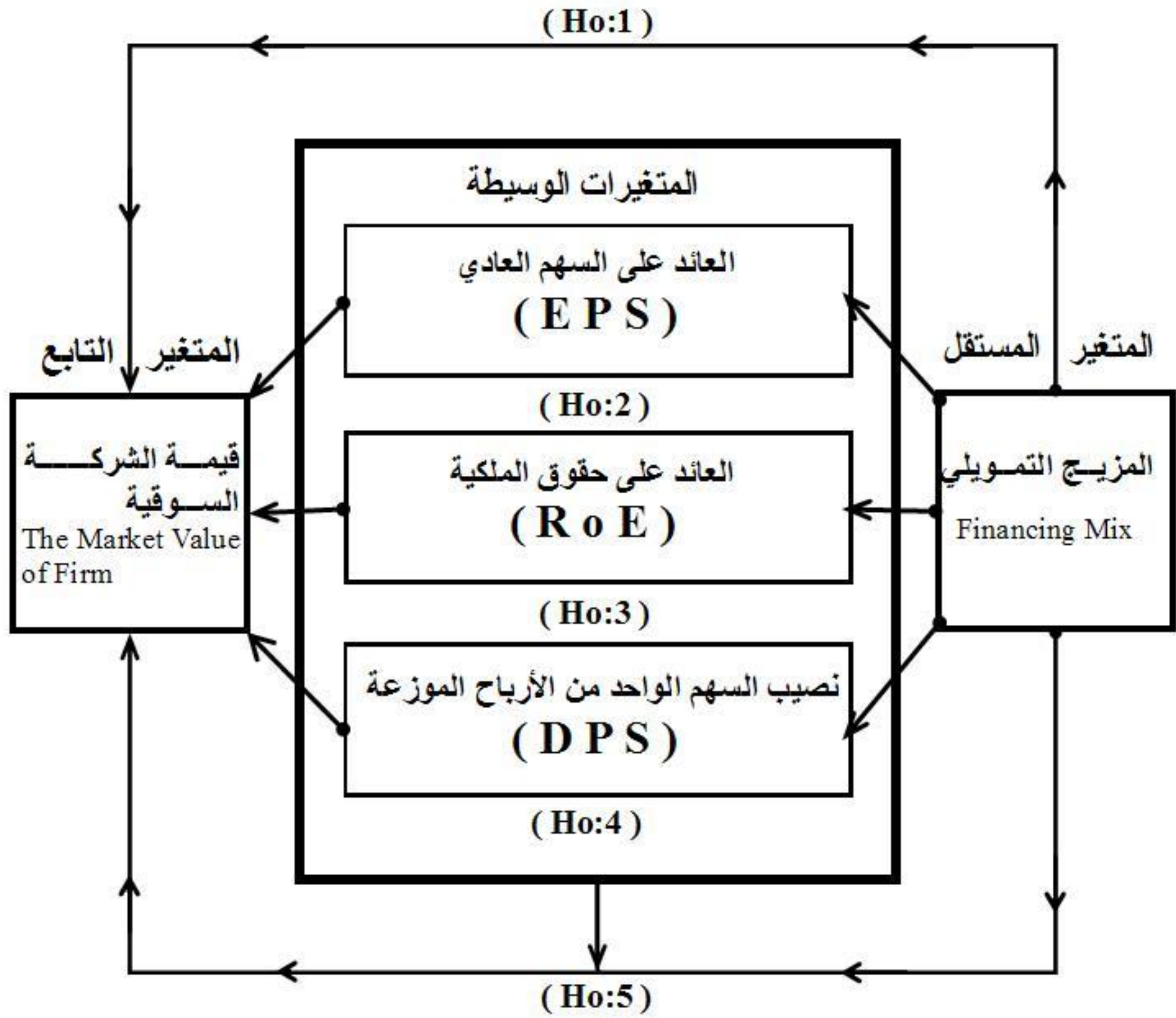
يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات العاملة في قطاع التأمين الأردني والبالغ عددها (28) شركة،أما عينة الدراسة فهي مجتمع الدراسة بأكمله إذ تناولت الدراسة شركات التأمين الأردنية المتداول أسهمها في سوق عمان المالي للفترة الواقعة بين (2004 – 2009) والبالغ عددها (25) إذ تم استثناء ثلاث شركات وكان السبب وراء ذلك عدم وجودها في السوق في فترة الدراسة.أي لم تكن هذه الشركات عاملة في عام (2004) وقد أخذت البيانات المالية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان للسنوات (2004 ؛ 2005 ؛ 2006 ؛ 2007 ؛ 2008 ؛ 2009) بهدف احتساب قيم المتغير المستقل (المزيج التمويلي) والمتغيرات الوسيطة (العائد على السهم العادي الواحد ، العائد على حقوق الملكية ، نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة) ، واعتمدت الدراسة على الوسط الحسابي للمتغيرات وعلى مدار فترة الدراسة ، وكذلك لقيمة المتغير التابع (القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية) والمتمثل بأسعار إغلاق تداول أسهم الشركة في نهاية العام . والجدول رقم (4 –1) يشير الى أسماء شركات التأمين الأردنية عينة الدراسة .

الجدول (3 – 1)

أسماء شركات التأمين الأردنية والممثلة لعينة الدراسة

الرقم	اسم الشركة	الرمز	الرقم	اسم الشركة	الرمز
1	الشرق الأوسط للتأمين	MEIN	14	الأردنية الإماراتية للتأمين	OASI
2	النسر العربي للتأمين	AAIN	15	العرب للتأمين على الحياة والحوادث	ARIN
3	التأمين العامة العربية	GARI	16	فيلادلفيا للتأمين	AIUI
4	دلتا للتأمين	DICL	17	الاتحاد العربي الدولي للتأمين	AIUI
5	القدس للتأمين	JERY	18	التأمين الوطنية الأهلية	NAAI
6	المتحدة للتأمين	UNIN	19	الأردن الدولية للتأمين	JIJC
7	الأردنية الفرنسية للتأمين	JOFR	20	المجموعة العربية الأوروبية للتأمين	AMMI
8	الأراضي المقدسة للتأمين	HOLI	21	العربية الألمانية للتأمين	AGICC
9	اليرموك للتأمين	YINS	22	التأمين الإسلامية	TIIC
10	جراسا للتأمين	GERA	23	الضامنون العرب	ARAS
11	المنارة للتأمين	ARSI	24	المجموعة العربية الأردنية للتأمين	ARGR
12	التأمين الأردنية	JOIN	25	البركة للتكافل	ARAI
13	الشرق العربي للتأمين	AALI			

(3 – 4) : أنموذج الدراسة



الشكل (3 – 1)

أنموذج الدراسة

المصدر : (إعداد الباحث)

(3 – 5) : أدوات الدراسة ومصادر الحصول على المعلومات

تتضمن الدراسة جانبين ، الأول نظري والثاني تطبيقي ، ففي الجانب التطبيقي اعتمد الباحث على استخدام تحليل الانحدار (Regression Analysis) بصورتيه البسيطة والمتعددة ، وتحليل التباين الأحادي (ANOVA) باستخدام الحزمة الإحصائية (SPSS) ، بالإضافة إلى استخدام الإحصاء الوصفي (Descriptive) .

وتستند الدراسة الحالية في جمع بياناتها وأساليب تحليلها والبرامج المستخدمة من خلال مصدرين هما :

1- **المصادر الثانوية** : للحصول على المعلومات الثانوية سيتم الاعتماد على الكتب العلمية الأجنبية والعربية المتخصصة بموضوع الدراسة ، الدوريات ، الأبحاث ، الدراسات السابقة ، والرسائل الجامعية ، ذات الصلة بالدراسة وذلك من أجل بناء الجانب النظري لهذه الدراسة .

2- **المصادر الأولية** : وهي المصادر التي تغطي الجانب التطبيقي للدراسة وتتمثل بالقوائم المالية (الميزانية العمومية ، وقائمة الدخل) المنشورة عن شركات التأمين الأردنية ، بالإضافة إلى نشرة أسعار التداول لأسهم هذه الشركات ، إذ إن هذه البيانات والمعلومات متوفرة في مركز الأبحاث والدراسات في هيئة الأوراق المالية الأردنية ، إذ إن هذه المعلومات متاحة للجميع وتقوم الهيئة بتزويد هذه المعلومات على أقراص مدمجة.

(3 – 6) : المعالجات الإحصائية المستخدمة

بالاستفادة من الدراسات السابقة ، واستشارة المتخصصين في الجوانب الإحصائية ، وللإجابة عن التساؤلات المطروحة ، ولغرض اختبار فرضيات الدراسة تم إجراء الدراسة التطبيقية باستخدام الحزمة الإحصائية (SPSS-VERSION.17) وهي الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية والإنسانية (Statistical Packages For Social Sciences) وتم استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

1 - الإحصاء الوصفي (Descriptive) : (الوسط الحسابي ، الانحراف المعياري ، أعلى قيمة ، أقل قيمة) .

2 - معامل ارتباط بيرسون لقياس مدى قوة العلاقة بين المتغيرات

3 - تحليل الانحدار البسيط (simple Regression Analysis) .

4 - تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis) .

5 - تحليل Path (Path Analysis) لتحديد المسار .

6 - مقياس (VIF) (Variance Inflation Factor) لقياس مدى الارتباط الداخلي بين المتغيرات .

7 - مستوى الدلالة (0.05) .

(4 – 1) : المقدمة

يهدف هذا الفصل إلى عرض نتائج التحليل الإحصائي ، التي أفرزتها استخدام البرامج الإحصائية ، وعرض استخدامات أساليب الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

(4 – 2) : الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

في هذا الجزء سيتم عرض بيانات متغيرات الدراسة باستخدام أساليب الإحصاء الوصفي ، والجدول رقم (4 – 1) يوضح ذلك .

جدول رقم (4 – 1)

*** الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة ***

المتغير	اقل قيمة	أعلى قيمة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
المزيج التمويلي %	5.86	116.86	45.015	10.182
العائد على السهم العادي الواحد (EPS)	-1.015	1.63	0.108	0.174
العائد على حقوق الملكية (ROE) %	-319.96	627.19	7.69	13.890
نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة (DPS)	0	0.30	0.034	0.051
القيمة السوقية للسهم	0.2	9.00	2.427	1.077

يوضح الجدول (**4 – 1**) أعلاه أن أقل نسبة مديونية التي تمثل المزيج التمويلي في الشركات بلغت (5.86%) ، بينما بلغت أعلى نسبة (116.86%) ، في حين بلغ الوسط الحسابي (45.015%) ، والانحراف المعياري (10.182%) . أما العائد على السهم العادي (EPS) فحقق أقل قيمة بمقدار (-1.015) دينار ، أما أعلى قيمة فبلغت (1.63) دينار ، والوسط الحسابي له بلغ (0.108) ، أما الانحراف المعياري (0.174) دينار . وبلغت أقل نسبة للعائد على حقوق الملكية (ROE) ما نسبته (-319.96%) ، بينما أعلى نسبة بلغت (627.19 %) ، ومتوسط حسابي (7.69%) ، وانحراف معياري ما نسبته (13.890%) . وبلغت أقل قيمة لنصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة (0) دينار ، بينما أعلى قيمة (0.30) دينار ، وبمتوسط حسابي مقداره (0.034) وانحراف معياري (0.051) دينار . وأخيراً سجلت أقل قيمة سوقية لأسهم الشركات (0.2) دينار ، وأعلى قيمة (9.00) دينار ، وبمتوسط حسابي (2.427) دينار ، وانحراف معياري مقداره (1.077) دينار .

(4 – 3) : اختبار فرضيات الدراسة

عمل الباحث في هذا الجانب على اختبار فرضيات الدراسة ، إذ يركز هذا الجانب على اختبار مدى قبول أو رفض فرضيات الدراسة من خلال استخدام تحليل الانحدار البسيط والمتعدد وتحليل المسار ، بالاستفادة من مخرجات البرامج الإحصائية ، وذلك كما يلي :

اختبار الفرضية الأولى HO:1

" لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات التالية مجتمعة (المزيج التمويلي ، العائد على السهم العادي الواحد ، العائد على حقوق الملكية ، ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة) في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية عند مستوى دلالة (0.05) " .

ولاختبار الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد للتحقق من الأثر المحتمل للمتغيرات التالية (المزيج التمويلي ، العائد على السهم ،العائد على الملكية ، ونصيب السهم من التوزيعات) واتخاذها متغيرات مستقلة ، وبين القيمة السوقية لشركات التأمين باعتبارها متغيراً تابعاً . ويوضح الجدول رقم (4 – 1) نتائج اختبار الفرضية .

جدول (4 – 2)

*** نتائج اختبار تحليل الانحدار المتعدد للفرضية الأولى ***

Sig** مستوى الدلالة	(R) معامل الارتباط	(F) المحسوبة	(R^2) معامل التحديد	(D F) درجات الحرية	(B) معامل الانحدار	(R)* معاملات الارتباط	المتغيرات
0.000	0.791	8.328	0.625	4	0.067	-0.143	المزيج التمويلي
				20	0.571	0.757	العائد على السهم العادي الواحد
					0.086	0.336	العائد على حقوق الملكية
				24	0.261	0.666	نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة

*معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

**يكون التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)

يشير الجدول (4 – 2) إلى تأثيرات المتغيرات المستقلة (المزيج التمويلي ، العائد على السهم العادي الواحد ، العائد على حقوق الملكية ، ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة) في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . إذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تأثير ذي

دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة آنفة الذكر في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية ، إذ بلغت معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع **R (0.143− ؛ 0.757 ؛ 0.336 ؛ 0.666)** على التوالي . كما بلغت قيمة درجة التأثير **β (0.067 ؛ 0.571 ؛ 0.086 ؛ 0.261)** وهذا يعني أن الزيادة بدرجة واحدة لكل من المتغيرات المستقلة (المزيج التمويلي ، العائد على السهم العادي الواحد ، العائد على حقوق الملكية ، ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة) على التوالي يؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية بمقدار **(0.067 ؛ 0.571 ؛ 0.086 ؛ 0.261)** على التوالي . أما معامل التحديد R^2 فقد بلغ **(0.625)** مما يدل على أن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير ما نسبته **(62.5%)** من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية) وهذه نسبة مرتفعة نسبياً . ويؤكد معنوية هذا التأثير قيمة **F** المحسوبة التي بلغت **(8.328)** . ومستوى الدلالة **Sig** الذي بلغ **(0.000)** وهذه القيمة أقل من **(0.05)** وعليه ترفض الفرضية العدمية وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على ما يلي :

" يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات التالية مجتمعة (المزيج التمويلي ، العائد على السهم العادي الواحد ، العائد على الملكية ، ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة) في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . عند مستوى دلالة (0.05) "

اختبار الفرضية الثانية HO:2

" **لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . عند مستوى دلالة (0.05)** " .

ولاختبار الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار البسيط للتحقق من الأثر المحتمل للمتغير المستقل (المزيج التمويلي) في المتغير التابع (القيمة السوقية للشركات) . ويبين الجدول (**4 – 3**) نتائج اختبار الفرضية

جدول رقم (4 – 3)

*** نتائج اختبار تحليل الانحدار البسيط للفرضية الثانية ***

المتغير المستقل	(R) معامل الارتباط	(β) معامل الانحدار	(D F) درجات الحرية	(R^2) معامل التحديد	(t) المحسوبة	(Sig)* مستوى الدلالة
المزيج التمويلي	−0.142	−0.142	1 23 24	0.020	−0.690	0.497

*يكون التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)

يوضح الجدول رقم (**4 – 3**) تأثير المتغير المستقل (المزيج التمويلي) في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية ، إذ أشارت نتائج التحليل الإحصائي إلى عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للمتغير المستقل (المزيج التمويلي) في المتغير التابع (القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية) ، إذ بلغت قيمة معامل الارتباط **R** (**-0.142**) ويدل ذلك على علاقة عكسية ضعيفة نسبياً بين المتغير المستقل (المزيج التمويلي) والمتغير التابع (القيمة السوقية للشركات) .وبلغت قيمة درجة التأثير **β** (**0.142−**) وهذا يعني أن الزيادة بمقدار درجة واحدة للمتغير المستقل (المزيج التمويلي) تؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية بنسبة (**0.142**) . أما قيمة معامل التحديد R^2 فقد بلغت (**0.02**) مما يدل على أن المتغير المستقل (المزيج التمويلي)

يفسر ما نسبته (**2%**) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (القيمة السوقية لشركات التأمين) وهذه نسبة منخفضة جداً. أما t المحسوبة فسجلت قيمة سالبة مقدارها (**0.690**) . وبمستوى دلالة **Sig** الذي بلغ (**0.497**) وهذه قيمة أعلى من (**0.05**) وعليه تقبل فرضية العدم المذكورة أعلاه التي تنص على عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (المزيج التمويلي) والمتغير التابع (القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية) .

اختبار الفرضية الثالثة HO:3

" لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي في العائد على السهم العادي الواحد (EPS) وبالتالي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . عند مستوى دلالة (0.05) " .

ولتحليل هذه الفرضية تم استخدام أسلوب تحليل المسار (**Path Analysis**) باستخدام برنامج (**Amos Student Version.7**) ، وتحليل المسار يعدّ أسلوباً إحصائياً ممتداً من تحليل الانحدار ، ويمكن استخدامه في تحليل معاملات الارتباط بين المتغيرات وإيجاد الأثر المباشر (Direct Effect) والأثر غير المباشر (Indirect Effect) بالإضافة إلى تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات (المزيج التمويلي ، والعائد على السهم الواحد) باعتبارها متغيرات مستقلة والقيمة السوقية للشركات باعتبارها متغيراً تابعاً ، والجدول رقم (**4 – 4**) يبين نتائج اختبار الفرضية .

جدول رقم (4 – 4)

*** نتائج تحليل المسار والانحدار المتعدد للفرضية الثالثة ***

البيـان	التأثير المباشر	التأثير غير المباشر	(F) المحسوبة	(R) معامل الارتباط	(R^2) معامل التحديد	(GFI) مؤشر ملائمة الجودة	(CFI) مؤشر المواءمة المقارنة	(Sig)* مستوى الدلالة
اثر المزيج التمويلي في العائد على السهم	-0.262	-0.204	15.024	0.760	0.577	0.908	0.945	0.000
اثر العائد على السهم في القيمة السوقية للشركات	0.773							

*يكون التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)

يشير الجدول رقم **(4 – 4)** إلى النتائج الإحصائية لاختبار الفرضية الثالثة، إذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلـة (المزيج التمويلي ، والعائد على السهم العادي الواحد) في المتغير التابع (القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية) إذ بلغت قيمة التأثير المباشر بين المزيج التمويلي والعـائد على السهـم **(0.262-)** ، و بين العائد على السهم والقيمة السوقية للشركات **(0.773)** وهذه نسبة طردية مرتفعة نسبياً وتدل على أهمية دور العائد على السهم العادي الواحد كمتغير وسيط . وبلغ التأثير غير المباشر قيمته السالبة **(0.204-)** . وبلغت قيمة **F** المحسوبة **(15.024)** . أما قيمة معامل الارتباط **R** بلغت **(0.760)** وهذه درجة طردية مرتفعة نسبياً ، كما بلغت قيمة معامل التفسير **R^2** **(0.577)** وهذه درجة مرتفعة نسبياً ، وتدل على أن المزيج التمويلي والعائد على السهم العادي الواحد يفسران ما نسبته **(57.7%)** من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . وبلغت قيمة مؤشر ملاءمة الجودة **(GFI**

Goodness of Fit Index) (0.908) وهو مقارب للواحد الصحيح أي الملاءمة التامة . كما وأظهرت نتائج مؤشر المواءمة **CFI** (Comparative Fit Index) ما قيمته (**0.945**) المقارب جداً للواحد الصحيح . أما مستوى الدلالة **Sig** فقد بلغ (**0.000**) وهذه القيمة أقل من (**0.05**) ، وعليه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على ما يلي :

" يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي في العائد على السهم العادي الواحد (EPS) وبالتالي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . عند مستوى دلالة (0.05) " .

اختبار الفرضية الرابعة HO:4

" **لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي في العائد على حقوق الملكية (ROE) وبالتالي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . عند مستوى دلالة (0.05)** " .

ولتحليل هذه الفرضية تم استخدام أسلوب تحليل المسار لإيجاد التأثير غير المباشر بالإضافة إلى تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات (المزيج التمويلي ، والعائد على الملكية) باتخاذها متغيرات مستقلة والقيمة السوقية للشركات باتخاذها متغيراً تابعاً ، والجدول **(4 – 5)** يظهر نتائج اختبار الفرضية .

جدول رقم (4 – 5)

* نتائج تحليل المسار والانحدار المتعدد للفرضية الرابعة *

البيـان	التأثير المباشر	التأثير غير المباشر	(F) المحسوبة	(R) معامل الارتباط	(R^2) معامل التحديد	(GFI) مؤشر ملائمة الجودة	(CFI) مؤشر المواءمة المقارنة	(Sig)* مستوى الدلالة
اثر المزيج التمويلي في العائد على حقوق الملكية	0.066	0.023	1.793	0.374	0.140	0.938	0.974	0.190
اثر العائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية للشركات	0.336							

*يك

ون التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \le 0.05$)

يشير الجدول (4 –5) إلى النتائج الإحصائية لاختبار الفرضية الثالثة، إذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي إلى عدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة (المزيج التمويلي ، والعائد على حقوق الملكية) في المتغير التابع (القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية) إذ بلغت قيمة التأثير المباشر بين المزيج التمويلي والعائد على حقوق الملكية **(0.066)** ، و بين العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية للشركات **(0.336)** وهذه نسبة طردية مرتفعة نوعاً ما وتدل على أهمية دور العائد على حقوق الملكية متغيراً وسيطاً . وبلغ التأثير غير المباشر قيمته المتدنية **(0.023)** . وبلغت قيمة **F** المحسوبة **(1.793)** . أما قيمة معامل الارتباط **R** بلغت **(0.374)** وهذه درجة طردية ، كما بلغت قيمة معامل التحديد **R^2** **(0.140)** وهذه درجة منخفضة نسبياً ، وتدل على أن المزيج التمويلي والعائد على السهم العادي الواحد يفسران ما نسبته **(14%)** من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . وبلغت قيمة مؤشر ملاءمة الجودة **GFI** (

(Goodness of Fit Index) (**0.938**) وهو مقارب للواحد الصحيح . كما وأظهرت نتائج مؤشر المواءمة **CFI** (Comparative Fit Index) ما قيمته (**0.974**) أيضا مقارب للواحد الصحيح . أما مستوى الدلالة **Sig** فقد بلغ (**0.190**) وهذه القيمة أعلى من (**0.05**) ، وعليه تقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود أثر للمزيج التمويلي في العائد على الملكية وبالتالي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية .

اختبار الفرضية الخامسة HO:5

" لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي في نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة (DPS) وبالتالي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . عند مستوى دلالة (0.05) " .

ولاختبار هذه الفرضية تم استخدام أسلوب تحليل المسار لإيجاد التأثير غير المباشر بالإضافة إلى تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات (المزيج التمويلي ، و نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة) باعتبارها متغيرات مستقلة والقيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية باعتبارها متغيراً تابعاً ، والجدول رقم (**4 – 6**) يوضح نتائج اختبار الفرضية .

جدول رقم (4 – 6)

* نتائج تحليل المسار والانحدار المتعدد للفرضية الخامسة *

البيـان	التأثير المباشر	التأثير غير المباشر	(F) المحسوبة	(R) معامل الارتباط	(R^2) معامل التحديد	(GFI) مؤشر ملائمة الجودة	(CFI) مؤشر المواءمة المقارنة	(Sig)* مستوى الدلالة
اثر المزيج التمويلي في نصيب السهم من الأرباح الموزعة	-0.253	-0.170	8.796	0.667	0.444	0.912	0.964	0.000
اثر نصيب السهم من التوزيعات في القيمة السوقية للشركات	0.666							

*يكون التأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$)

يشير الجدول رقم (**4 – 6**) إلى النتائج الإحصائية لاختبار الفرضية الخامسة، إذ أظهرت نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة (المزيج التمويلي ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة) في المتغير التابع (القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية) إذ بلغت قيمة التأثير المباشر بين المزيج التمويلي ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة (**-0.253**) ، وتأثير نصـيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للشركات (**0.666**) وهذه نسبة طردية مرتفعة نسبياً وتدل على أهمية دور نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة متغيراً وسيطاً . وبلغ التأثير غير المباشر قيمته السالبة (**-0.170**) . وبلغت قيمة **F** المحسوبة (**8.796**) .أما قيمة معامل الارتباط **R** بلغت (**0.667**) وهذه درجة طردية مرتفعة نسبياً ، كما بلغت قيمة معامل التفسير R^2 (**0.444**) وهذه درجة مرتفعة نسبياً ، وتدل على أن المزيج التمويلي و نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة يفسران ما نسبته (**44.4%**) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . وبلغت قيمة مؤشر ملاءمة الجودة **GFI** (

Goodness of Fit Index) (**0.912**) وهو مقارب للواحد الصحيح أي الملاءمة التامة . كما وأظهرت نتائج مؤشر المواءمة **CFI** (Comparative Fit Index) ما قيمته (**0.964**) المقارب جداً للواحد الصحيح . أما مستوى الدلالة **Sig** فقد بلغ (**0.000**) وهذه القيمة أقل من (**0.05**) ، وعليه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على ما يلي :

" يوجد أثـر ذو دلالـــة إحصائية للمزيج التمويلي في نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة (DPS) وبالتالي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . عند مستوى دلالة (0.05) " .

(4 – 4) : الارتباط بين متغيرات الدراسة (MULTICOLLNEARITY)

لتحـديد الارتبـاط المتداخل بين متغيـرات الـدراسة تـم استخدام اختبــار (VIF) وهــو (VARIANCE INFLATION FACTOR) بهدف تحديد الارتبــاط بين متغيـرات الدراسة ، فـإذا كـانت قيمة (**VIF**) أعلى مـن (5) فـذلك يدل على وجـود تشابه فـي المعـلومات التي تقدمها متغيرات الدراسة ، مما يؤدي إلى الحكم بضعف أنموذج الدراسة ، أما إذا كانت قيمة (**VIF**) أقل من (5) فذلك يدل على أنه لا يوجد ارتباط بين متغيرات الدراسة ، ويوضح الجدول (**4 – 7**) نتائج الاختبار كما يلي :

جدول رقم (4 – 7)

نتائج اختبار معامل (VIF) لمتغيرات الدراسة

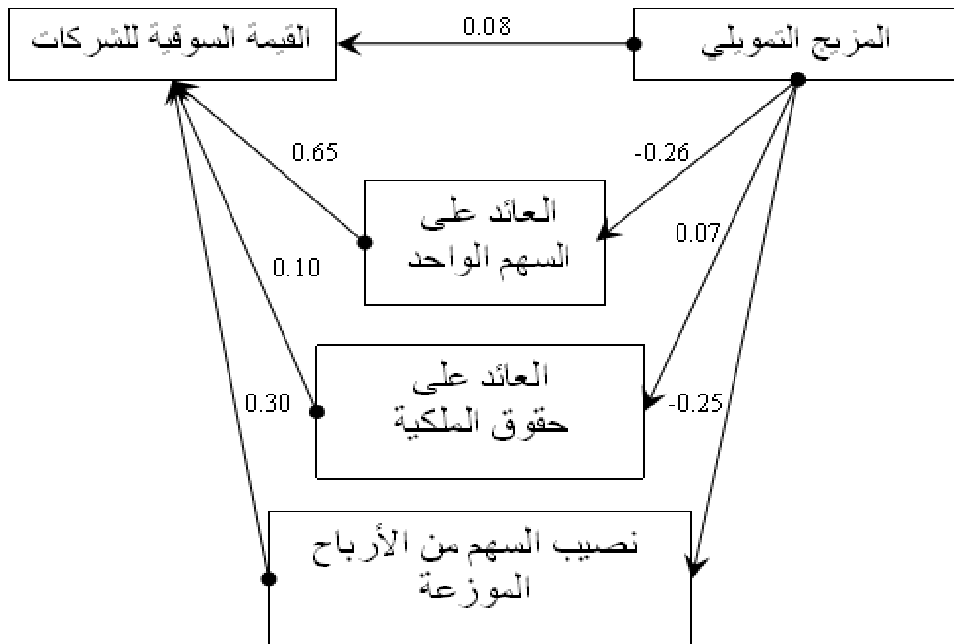
المتغيرات	معامل (VIF)
المزيج التمويلي	1.120
العائد على السهم العادي الواحد	1.966
العائد على حقوق الملكية	1.162
نصيب السهم من الأرباح الموزعة	2.022

يشير الجدول (4 –7) إلى أن الارتباط بين متغيرات الدراسة أقل من (5) ولذلك ليس هناك ارتباط مرتفع بين متغيرات الدراسة، وبالتالي يمكن الاعتماد على النموذج المقدم من قبل الدراسة.

(4 – 5) : التأثيرات بين متغيرات الدراسة

لتحديد التأثيرات الناتجة عن المتغير المستقل (المزيج التمويلي) في المتغيرات الوسيطة (العائد على السهم العادي الواحد ، العائد على حقوق الملكية ، ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة) وبالتالي التأثير في المتغير التابع (القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية) ، استخدم الباحث أسلوب تحليل المسار بين متغيرات الدراسة بهدف الحصول على التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والتأثيرات الكلية .

والشكل (4 – 1) يشير إلى اتجاهات وقيم التأثيرات .



الشكل (4 – 1)

التأثيرات بين متغيرات الدراسة

المصدر : (إعداد الباحث)

ولكي تصبح الصورة أكثر وضوحاً تم ترتيب نتائج تأثيرات المسار على شكل جدول كما يشير الجدول (4 – 8) .

الجدول (4 – 8)

تأثيرات المسار بين متغيرات الدراسة

من / إلى	التأثيرات المباشرة				التأثيرات غير المباشرة				التأثيرات الكلية			
	X_1	X_2	X_3	X_4	X_1	X_2	X_3	X_4	X_1	X_2	X_3	X_4
X_2	-0.260	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.260	0.000	0.000	0.000
X_3	0.070	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.070	0.000	0.000	0.000
X_4	-0.250	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	-0.250	0.000	0.000	0.000
Y	0.080	0.650	0.100	0.300	-0.241	0.000	0.000	0.000	-0.162	0.650	0.100	0.300

إذ إن :

X1 : المزيج التمويلي

X2 : العائد على السهم العادي الواحد

X3 : العائد على حقوق الملكية

X4 : نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة

Y : القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

(5 – 1) المقدمة .

(5 – 2) النتائج .

(5 – 3) التوصيات .

(5 – 1) : المقدمة

كُرس هذا الفصل لاستعراض أهم الاستنتاجات ، وفي ضوء الاستنتاجات تأتي التوصيات ، ومن أجل الارتقاء لمبتغي هذه المقاصد سيتألف هذا الفصل من فقرتين هما الاستنتاجات والتوصيات .

(5 – 2) : النتائج

أثارت الدراسة مجموعة من التساؤلات وتبعتها أيضاً مجموعة من الفرضيات ترتبط بالتحقق من أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية ، وتوصلت إلى عدة استنتاجات ساهمت في حل مشكلة الدراسة والإجابة عن تساؤلاتها ، وسيتم الإشارة إلى أبرز الاستنتاجات التي توصل إليها الباحث .

1 - يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين المتغيرات مجتمعة وهي (المزيج التمويلي ، العائد على السهم العادي الواحد ، العائد على حقوق الملكية ، ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة) من جهة ، والقيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية من جهة أخرى ويعزى ذلك لوجود علاقة ذات دلالة إحصائية لمزيج التمويلي والعائد على السهم العادي الواحد في القيمة السوقية للشركات وكذلك وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المزيج التمويلي والعائد على الملكية في القيمة السوقية للشركات .

2 - لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين المتغير المستقل المزيج التمويلي (نسبة المديونية) والقيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية ، ويفسر الباحث هذه النتيجة إلى أن المستثمرين في

الأسواق المالية لا يعتمدون بشكل رئيسي على التحليل الأساسي للشركات وإنما تنصرف اهتماماتهم إلى التحليل الفني ، فلذلك تلعب المؤشرات التاريخية للشركات دوراً كبيراً في تحديد أسعار أسهمها في السوق ومن هذه المؤشرات : أسعار الإغلاق المتتالية ، حجم التداول ، أعلى سعر ، وأقل سعر ، وبالتالي فإن عدم وجود أثر للمزيج التمويلي في القيمة السوقية يكون منطقياً . وهذا يتفق مع ما توصلت له دراسة القطامين حيث توصلت الدراسة السابقة إلى عدم وجود علاقة بين المديونية والقيمة السوقية للأسهم في الشركات الصناعية الأردنية .

3 - يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي والعائد على السهم العادي الواحد في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية ، ويعزو الباحث مثل هذه النتيجة للأثر الناتج من العائد على السهم الواحد في القيمة السوقية في لشركات التأمين الأردنية . فالعائد على السهم العادي من أكثر المتغيرات المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم الشركات . وهذه النتيجة تتفق مع ما جاءت به دراسة بني سعيد إذ أكدت هذه الدراسة على أن عائد السهم هو العامل الوحيد المؤثر على القيمة السوقية للسهم .

4 - لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي والعائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . ويعزو الباحث مثل هذه النتيجة إلى عدم اهتمام المستمرين في الأسواق المالية بمؤشرات العائد على الملكية للشركات فلذلك لا يمتلك هذا المؤشر أثراً كبيراً في تحريك أسعار الأسهم بالإضافة لعدم وجود تأثير كبير للمزيج التمويلي في العائد على حقوق الملكية ، وعندما جُمع المتغيران (المزيج التمويلي ، والعائد على حقوق الملكية) وتم التعامل معهما على اعتبارهما متغيرين مستقلين يؤثران في متغير تابع وهو القيمة السوقية للشركات لم يحققا أثراً ذو دلالة إحصائية ، وهذا تحصيل منطقي من وجهة نظر الباحث ،

إضافة إلى أن التغيرات الحاصلة على أسعار الأسهم قد تأتي من عدة عوامل مختلفة ليس من المزيج التمويلي والعائد على الملكية الذي يمثل مؤشراً ربحياً لهذه الشركات . وتتفق هذه النتيجة مع ما جاءت به دراسة أبي شنب السابقة التي أكدت على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين العوائد والقيمة السوقية وإنما تأتي التغيرات في أسعار الأسهم بسبب عوامل متعددة بحسب اعتقاد الباحث .

5 -يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي ونصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية . ويفسر الباحث هذه النتيجة للأثر ذي النسبة المرتفعة والناتج من نصيب الأرباح الموزعة للأسهم في القيمة السوقية ، إذ تفسر هذه النتيجة أهمية توزيعات الأرباح كمؤشر لتحريك أسعار الأسهم السوقية . وتتفق هذه النتيجة مع ما جاءت به دراسة رمضان وأيضاً دراسة ناصر وجويعد إذ أكدت الدراسات السابقة على وجود أثر ذي دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات . وتختلف هذه النتيجة مع ما جاءت به دراسة أبي شنب التي تنص على عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية للإرباح الموزعة في القيمة السوقية للشركات الصناعية .

(5 – 3) : التوصيات

1 -توصي الدراسة بالاهتمام بالعوامل التي تمتلك تأثيراً في القيمة السوقية لأسهم الشركات ، ومنها العائد على السهم العادي الواحد ونصيب السهم من توزيعات الأرباح .

2 -توصي الدراسة بضرورة الاهتمام بالمزيج التمويلي وتفعيل دوره كمتغير له تأثير في القيمة السوقية للشركات ، فلذلك يجب الاهتمام بهذا المزيج من قبل المحللين والمستثمرين ، كما توصي الدراسة الشركات بضرورة الإفصاح عن مزايا استخدامها للديون وآثار هذه الاستخدامات ، وهل يتم استخدام الدين بهدف زيادة الأرباح أم لزيادة القيمة السوقية أو غير ذلك من تفسيرات؟

3 -توصي الدراسة بضرورة الاهتمام بسياسة توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية ، لما تمتلكه هذه السياسة (التوزيعات) في تحريك أسعار أسهمها في السوق المالي وبالتالي فإن هذه السياسة تمتلك تأثيراً في مدى مقدرة الشركة في تحقيق هدفها الاستراتيجي وهو تعظيم قيمة المنشأة في سوق الأوراق المالية .

4 -لم يثبت وجود أثر للمزيج التمويلي والعائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية ، لذلك توصي الدراسة بأخذ متغيرات أخرى لقياس أثرها في القيمة السوقية للشركات .

5 -توصي الدراسة بضرورة استمرار البحث في هذا المجال وإجراء المزيد من الدراسات في مجال العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم السوقية ، وإجراء دراسات أخرى تتناول قطاعات أخرى ، وإجراء دراسات المقارنة في هذا المجال بين قطاع وآخر .

قائمة المراجع

أولاً : المراجع العربية

ثانيا : المراجع الأجنبية

أولاً – المراجع العربية :

1. أبو شنب، سامح عبد الكريم (2008) . **أثر العوائد والمخاطر على القيمة السوقية لأسهم الشركات** . (أطروحة دكتوراه غير منشورة)، جامعة عمان العربية للدراسات العليا ، عمان ، الأردن .
2. بني سعيد ، فادي غازي (2004) . **أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (1993–2002).** (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة اليرموك ، اربد ، الأردن .
3. التميمي ، أرشد فؤاد مجيد إبراهيم (1998) . **تحليل أثر سياسة مقسوم الأرباح في كلفة التمويل وأسعار الأسهم** . (أطروحة دكتوراه غير منشورة)، الجامعة المستنصرية ، بغداد، العراق .
4. الحناوي ، محمد صالح و العبد جلال إبراهيم (2002) . **الإدارة المالية : مدخل القيمة واتخاذ القرارات** ، الإسكندرية : الدار الجامعية .
5. حنفي ، عبد الغفار (2002). **أساسيات التمويل و الإدارة المالية** ، الإسكندرية :دار الجامعة الجديدة للنشر .
6. الخضيري ، محسن احمد (2001). **التمويل بدون نقود** . ط 1، القاهرة :مجموعة النيل العربية .
7. رمضان ، زياد (1996). **أساسيات في الإدارة المالية** . ط 4 ، عمان : دار صفاء للنشر والتوزيع.
8. رمضان ، عماد زياد (2004) . **أثر سياسات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية** . (أطروحة دكتوراه غير منشورة) ، جامعة عمان العربية للدراسات العليا ، عمان ، الأردن.
9. الزبيدي ، حمزة محمود (2004) . **الإدارة المالية المتقدمة** . ط1، عمان : مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع .
10. الشحات ، نظير رياض محمد (2000) . **الإدارة المالية والعولمة** ، المنصورة : المكتبة العصرية .

11. العامري ، محمد علي إبراهيم (2010) . **الإدارة المالية المتقدمة** . ط1 ، عمان : دار إثراء للنشر والتوزيع .
12. عباد ، منير محمود (2004) . **اثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات** . (رسالة ماجستير غير منشورة) ، جامعة اليرموك، اربد ، الأردن .
13. عباس ، علي (2008) . **الإدارة المالية** . ط1 ، عمان : إثراء للنشر والتوزيع.
14. عبد الرحيم ، محمد إبراهيم (2008) . **اقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي** . ط 1 ، الإسكندرية ، مؤسسة شباب الجامعة .
15. عبد العزيز ، سمير (1997) . **التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية** . ط 1 ، المنتزه ، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية .
16. العون ، سالم وشلاش سليمان ، والبقوم ، علي (2008) ، " العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال " ، **المنارة** ، المجلد 14 (1) ، شباط ص ص 45 – 80 .
17. القطامين ، راتب محمد حمد (2007) . **أثر تركيبة الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي في القيمة السوقية** . (رسالة ماجستير غير منشورة) ، جامعة عمان العربية للدراسات العليا ، عمان ، الأردن .
18. الميداني ، محمد أيمن عزت (2004) . **الإدارة التمويلية في الشركات** . ط 4 ، الرياض، مكتبة العبيكان .
19. النعيمي ، عدنان تايه (1992) . **النمو والهيكل المالي** . (أطروحة دكتوراه غير منشورة) ، جامعة بغداد ، بغداد ، العراق .
20. النعيمي ، عدنان و التميمي ، أرشد (2008) . **التحليل والتخطيط المالي : اتجاهات معاصرة** . ط 1 ، عمان ، دار اليازوزي العلمية للنشر والتوزيع .
21. النعيمي ، عدنان تايه والساقي سعدون مهدي ، وسلام ، أسامة عزمي وموسى ، شقيري نوري (2007) . **الإدارة المالية : النظرية والتطبيق** . ط1 ، عمان : دار المسيرة.

22. هندى ، منير صالح (2008) . **الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر** . ط 6 ، الإسكندرية : المكتب العربي الحديث .

ثانياً – المراجع الأجنبية :

23. The Center for Study of Economic and Social Change In Europe School of Slavonic and East Europe studies , University College London (2002) ***"Corporate Governance and Stock Market Performance In Central and Eastern Europe : A study of Nine Countries , 1994 – 2001"*** , Working Paper NO . 22

24. Gibson , C.H. (2009) . ***Financial reporting and analysis***, (11th ed ,). USA: South – Western .

25. Gordon , G. (2001) Capital structure and Firm Value : A study of Split – Capital Closed – End Funds In The UK , ***City university Business school*** , April , 2001 .

26. Hovankimian , A. , Tim , O. & Tit , M. (2001) The Debt – Equity Choice , ***Journal of Financial and Quantitative Analysis*** , Vol . 36 (1) , P.P 1-24 .

27. Kaifeng , C. (2002) ***The Influence of Capital Structure On Company Value With Different Growth Opportunities*** Paper for FAME & University of Lausanne (On Line) , Available : http:// ssrn . com

28. Khan , M.Y. & Jain , P.K. (2005) . ***Basic Financial Management*** (2 th ed) . New Delhi : Mc Graw Hill .

29. Maury , B. & Pajuste , A. (2002) Controlling Shareholders , Agency Problems , and Dividend Policy In Finland . ***Finnish Journal of Business Economics*** , Vol . 1(2) P.P 15 – 45 .

30. Goaied , M . & Ben Naceur , S. (1999) The Impact of Dividends , Debt and Investment and Valuation Models , ***Journal Issued By Department of Quantity Economics , Tunis University*** , Vol. 18 (2). P.P 35-47

31. Omet , G. & Khasawneh , J. (2002) Financing Patterns Dividend Policies and Growth opportunities ***. Mu'tah Lil-Buhuth wad- Dirasat*** , Vol .17 (2), P.P 9-19 .

32. Ozkan , A . (2001) Determinants of Capital Structure & Adjustment to Long Run Target : Evidence From UK Company Panal Data ***Journal of Business Financial & Accounting*** , Vol . 28 (1 & 2) January / March P.P 175- 198.

33. Pattenden , K . (2006) Capital Structure Decisions under classical and imputation Tax systems . ***Australian journal of management*** , Vol .31 (1) P.P 115-121.

34. Ross , S.A. , Westerfield , R.W. & Jaffe , J . (2005) . ***Corporate Finance ,*** (7 th ed) **N**ew Yourk : Mc Graw Hill

35. Shapiro , A. C . (1991) **. *Modern Corporate Finance*** (4 th ed) New Yourk : Maxwell Macmillan.

36. Sloan , R .G . (1996) Do Stock Price Fully Reflect Information In Accrual & Flows About Future Earnings ?. ***The Accounting Review*** , Vol . 71 (1) P.P 289 – 315.

37. Staking , K . B . & David , F . B . (1995) The Relation Between Capital Structure , Interest Rate Sensitivity , and Market Value In The Property – Liability Insurance Industry . *Journal of Risk and Insurance* , Vol 62 (4) .

38. Van Horne , J.C. (2002) . ***Financial Management & Policy*** , (12th ed) New Jersey : Prentice Hell .

39. Van Horn .J.C. & Wachowicz , J.M. (2005) . ***Fundamentals of Financial Management*** , (11 th ed) New jersey: Pearson Prentice Hall .

قائمة الملاحق

أولا : قائمة قيم المتغيرات

ملحق رقم (1)
قيم المتغيرات للسنوات (2004-2009)

اسم الشركة	الرمز	2004				
		المزيج التمويلي		المتغيرات الوسطية		
		%D	%E	EPS	ROE	DPS
الشرق الأوسط للتأمين	MEIN	69.71	30.29	0.49	11.25	0
النسر العربي للتأمين	AAIN	69.83	30.17	0.34	18.8	0
التأمين الأردنية	JOIN	40.26	59.74	0.94	38.55	0.06
التأمين العامة العربية	GARI	55.86	44.14	0.15	5.43	0.1
دلتا للتأمين	DICL	38	62	0.2	11.41	0
القدس للتأمين	JERY	60.74	39.26	0.31	16.68	0.1
المتحدة للتأمين	UNIN	46.79	53.21	0.57	25.68	0
الأردنية الفرنسية للتأمين	JOFR	51.28	48.72	0.28	16.28	0
الأراضي المقدسة للتأمين	HOLI	54.51	45.49	0.23	15.74	0
اليرموك للتأمين	YINS	37.88	62.12	0.68	22.26	0.15
جراسا للتأمين	GERA	61.35	38.65	0.16	14.33	0.08
المنارة للتأمين	ARSI	41.97	58.03	0.09	6.14	0
الشرق العربي للتأمين	AALI	62.4	37.6	0.49	26.45	0
الأردنية الإماراتية للتأمين	OASI	57.26	42.74	0.14	17.13	0
العرب للتأمين على الحياة والحوادث	ARIN	63.43	36.57	0.38	23.14	0
فيلادفيا للتأمين	AIUI	56.27	43.73	0.3	19.35	0
الاتحاد العربي الدولي للتأمين	AIUI	47.18	52.82	0.56	28.75	0.1
التأمين الوطنية الأهلية	NAAI	67.87	32.13	0.02	1.87	0
الأردن الدولية للتأمين	JIJC	50.41	49.59	0.45	27.23	0.5
المجموعة العربية الأوروبية للتأمين	AMMI	84.48	15.52	0.01	1.17	0
العربية الألمانية للتأمين	AGICC	68.31	31.69	0.25	22.3	0
التأمين الإسلامية	TIIC	51.31	48.69	0.16	10.11	0
الضامنون العرب	ARAS	64.47	35.33	0.28	19.61	0
المجموعة العربية الأردنية للتأمين	ARGR	34.01	65.99	0.16	13.24	0.1
البركة للتكافل	ARAI	59.93	40.07	0.04	8.17	0

قائمة الملاحق

أولا : قائمة قيم المتغيرات

ملحق رقم (1)

قيم المتغيرات للسنوات (2004-2009)

2004					الرمز	اسم الشركة
المتغيرات الوسطية			المزيج التمويلي			
DPS	ROE	EPS	%E	%D		
0	11.25	0.49	30.29	69.71	MEIN	الشرق الأوسط للتأمين
0	18.8	0.34	30.17	69.83	AAIN	النسر العربي للتأمين
0.06	38.55	0.94	59.74	40.26	JOIN	التأمين الأردنية
0.1	5.43	0.15	44.14	55.86	GARI	التأمين العامة العربية
0	11.41	0.2	62	38	DICL	دلتا للتأمين
0.1	16.68	0.31	39.26	60.74	JERY	القدس للتأمين
0	25.68	0.57	53.21	46.79	UNIN	المتحدة للتأمين
0	16.28	0.28	48.72	51.28	JOFR	الأردنية الفرنسية للتأمين
0	15.74	0.23	45.49	54.51	HOLI	الأراضي المقدسة للتأمين
0.15	22.26	0.68	62.12	37.88	YINS	اليرموك للتأمين
0.08	14.33	0.16	38.65	61.35	GERA	جراسا للتأمين
0	6.14	0.09	58.03	41.97	ARSI	المنارة للتأمين
0	26.45	0.49	37.6	62.4	AALI	الشرق العربي للتأمين
0	17.13	0.14	42.74	57.26	OASI	الأردنية الإماراتية للتأمين
0	23.14	0.38	36.57	63.43	ARIN	العرب للتأمين على الحياة والحوادث
0	19.35	0.3	43.73	56.27	AIUI	فيلادفيا للتأمين
0.1	28.75	0.56	52.82	47.18	AIUI	الاتحاد العربي الدولي للتأمين
0	1.87	0.02	32.13	67.87	NAAI	التأمين الوطنية الأهلية
0.5	27.23	0.45	49.59	50.41	JIJC	الأردن الدولية للتأمين
0	1.17	0.01	15.52	84.48	AMMI	المجموعة العربية الأوروبية للتأمين
0	22.3	0.25	31.69	68.31	AGICC	العربية الألمانية للتأمين
0	10.11	0.16	48.69	51.31	TIIC	التأمين الإسلامية
0	19.61	0.28	35.33	64.47	ARAS	الضامنون العرب
0.1	13.24	0.16	65.99	34.01	ARGR	المجموعة العربية الأردنية للتأمين
0	8.17	0.04	40.07	59.93	ARAI	البركة للتكافل

اسم الشركة	الرمز	2005				
		المزيج التمويلي		المتغيرات الوسطية		
		%D	%E	EPS	%ROE	DPS
الشرق الأوسط للتأمين	MEIN	32.5	67.5	1.63	34.53	0.1
النسر العربي للتأمين	AAIN	64.31	35.69	0.55	26.27	0.3
التأمين الأردنية	JOIN	40.29	59.71	0.95	48.83	0.13
التأمين العامة العربية	GARI	44.33	55.67	0.49	12.08	0
دلتا للتأمين	DICL	32.69	67.04	0.38	16.59	0
القدس للتأمين	JERY	59.25	40.75	0.3	19.3	0.06
المتحدة للتأمين	UNIN	35.74	64.26	0.34	16.34	0
الأردنية الفرنسية للتأمين	JOFR	48.97	51.03	0.4	21.49	0
الأراضي المقدسة للتأمين	HOLI	49.81	50.19	0.15	11.46	0
اليرموك للتأمين	YINS	26.86	73.14	1.224	37.38	0.3
جراسا للتأمين	GERA	56.65	43.35	0.47	28.48	0
المنارة للتأمين	ARSI	37.81	62.19	0.34	21.62	0
الشرق العربي للتأمين	AALI	63.88	36.12	0.38	24.94	0
الأردنية الإماراتية للتأمين	OASI	39.11	60.89	0.19	17.37	0
العرب للتأمين على الحياة والحوادث	ARIN	62.95	37.05	0.57	30.31	0
فيلادفيا للتأمين	AIUI	48.67	51.33	0.28	19.69	0
الاتحاد العربي الدولي للتأمين	AIUI	40.67	59.03	0.35	22.61	0.2
التأمين الوطنية الأهلية	NAAI	58.7	41.3	0.75	36.8	0
الأردن الدولية للتأمين	JIJC	34.39	65.61	0.45	29.69	0
المجموعة العربية الأوروبية للتأمين	AMMI	52.03	47.97	0.51	39.4	0
العربية الألمانية للتأمين	AGICC	62.83	37.17	0.04	23.61	0
التأمين الإسلامية	TIIC	48.46	51.54	0.07	19.31	0
الضامنون العرب	ARAS	60.86	39.14	0.07	20.01	0
المجموعة العربية الأردنية للتأمين	ARGR	30.84	69.16	-0.07	26.89	0
البركة للتكافل	ARAI	28.55	71.45	-0.18	22.23	0

اسم الشركة	الرمز	2006				
		المزيج التمويلي		المتغيرات الوسطية		
		%D	%E	EPS	%ROE	DPS
الشرق الأوسط للتأمين	MEIN	32.31	67.69	0.27	10.77	0.1
النسر العربي للتأمين	AAIN	35.38	64.62	0.38	10.8	0.3
التأمين الأردنية	JOIN	41.65	58.35	0.05	5.15	0.06
التأمين العامة العربية	GARI	46.49	53.51	0.11	5.92	0
دلتا للتأمين	DICL	32.74	67.26	0.08	5.77	0
القدس للتأمين	JERY	55.77	44.23	0.25	17.47	0
المتحدة للتأمين	UNIN	42.76	57.24	0.01	0.54	0
الأردنية الفرنسية للتأمين	JOFR	72.49	27.51	-0.88	-88.65	0
الأراضي المقدسة للتأمين	HOLI	57.2	42.8	-0.28	-34.68	0
اليرموك للتأمين	YINS	34.67	65.33	0.25	17.1	0.15
جراسا للتأمين	GERA	69.51	30.49	-0.12	-16.28	0
المنارة للتأمين	ARSI	5.86	94.14	-0.05	-5.47	0
الشرق العربي للتأمين	AALI	49.4	50.6	0.14	11.33	0.1
الأردنية الإماراتية للتأمين	OASI	60.47	39.53	-0.33	-48.06	0
العرب للتأمين على الحياة والحوادث	ARIN	61.01	38.99	0	0.39	0
فيلادفيا للتأمين	AIUI	49.68	50.32	0	0.21	0
الاتحاد العربي الدولي للتأمين	AIUI	56.09	43.91	-0.45	-49.39	0
التأمين الوطنية الأهلية	NAAI	65.33	34.67	-0.61	-42.7	0
الأردن الدولية للتأمين	JIJC	32.78	67.22	0.22	18.27	0
المجموعة العربية الأوروبية للتأمين	AMMI	62.29	37.71	-0.27	-26.61	0
العربية الألمانية للتأمين	AGICC	55.77	44.23	0.04	3.43	0
التأمين الإسلامية	TIIC	32.83	67.17	0.07	5.58	0.08
الضامنون العرب	ARAS	57.02	42.48	0.07	5.85	0
المجموعة العربية الأردنية للتأمين	ARGR	36.82	63.18	-0.07	-6.57	0
البركة للتكافل	ARAI	52.06	47.94	-0.18	-27.13	0

اسم الشركة	الرمز	2007				
		المزيج التمويلي		المتغيرات الوسطية		
		%D	%E	EPS	%ROE	DPS
الشرق الأوسط للتأمين	MEIN	40.26	59.74	0.21	9.33	0.12
النسر العربي للتأمين	AAIN	37.51	62.49	0.21	11.61	0.15
التأمين الأردنية	JOIN	41.93	58.07	-0.18	-15.13	0
التأمين العامة العربية	GARI	36.49	63.51	0.13	8.14	0
دلتا للتأمين	DICL	33.73	66.27	0.22	14.83	0
القدس للتأمين	JERY	50.2	49.8	0.28	16.68	0
المتحدة للتأمين	UNIN	33.93	66.07	0.05	2.92	0
الأردنية الفرنسية للتأمين	JOFR	80.35	19.65	-0.38	-58.63	0
الأراضي المقدسة للتأمين	HOLI	60.47	39.53	0.04	4.19	0
اليرموك للتأمين	YINS	41.42	58.58	-0.04	-3.04	0
جراسا للتأمين	GERA	70.19	29.81	-0.23	-35.76	0
المنارة للتأمين	ARSI	21.5	78.5	-0.27	-38.52	0
الشرق العربي للتأمين	AALI	54.73	45.27	0.15	12.2	0
الأردنية الإماراتية للتأمين	OASI	116.86	-16.86	-0.92	627.19	0
العرب للتأمين على الحياة والحوادث	ARIN	60.12	39.88	0.11	8.67	0.08
فيلادفيا للتأمين	AIUI	44.11	55.89	0	-0.18	0.06
الاتحاد العربي الدولي للتأمين	AIUI	50.02	49.98	0.34	27.28	0
التأمين الوطنية الأهلية	NAAI	52.57	47.43	0.08	5.76	0
الأردن الدولية للتأمين	JIJC	32.35	67.65	0.16	11.84	0.15
المجموعة العربية الأوروبية للتأمين	AMMI	53.62	46.38	0.22	17.97	0
العربية الألمانية للتأمين	AGICC	71.73	28.27	0.1	9.22	0
التأمين الإسلامية	TIIC	36.87	63.13	0.12	7.9	0
الضامنون العرب	ARAS	49.27	50.73	0.12	10.41	0.06
المجموعة العربية الأردنية للتأمين	ARGR	31.59	68.41	0.22	17.67	0
البركة للتكافل	ARAI	44.87	55.13	0.9	10.31	0

اسم الشركة	الرمز	2008				
		المزيج التمويلي		المتغيرات الوسطية		
		%D	%E	EPS	%ROE	DPS
الشرق الأوسط للتأمين	MEIN	47.13	52.87	0.3	1.43	0.13
النسر العربي للتأمين	AAIN	42.61	57.39	0.21	12.23	0.1
التأمين الأردنية	JOIN	36.96	63.04	0.28	20.82	0.13
التأمين العامة العربية	GARI	41.63	58.37	0.05	3.45	0
دلتا للتأمين	DICL	32.42	67.58	0.03	2.94	0
القدس للتأمين	JERY	49.15	50.85	0.12	8.96	0.7
المتحدة للتأمين	UNIN	33.59	66.41	0.06	3.5	0.1
الأردنية الفرنسية للتأمين	JOFR	66.16	33.84	0	-0.39	0
الأراضي المقدسة للتأمين	HOLI	72.67	27.33	0.03	2.91	0
اليرموك للتأمين	YINS	35.37	64.63	-0.01	-1.21	0
جراسا للتأمين	GERA	61.27	38.73	-0.02	-2.8	0
المنارة للتأمين	ARSI	25.58	74.42	0.01	0.78	0
الشرق العربي للتأمين	AALI	56.54	43.46	0.18	13.85	0
الأردنية الإماراتية للتأمين	OASI	80.6	19.4	-0.13	-319.96	0
العرب للتأمين على الحياة والحوادث	ARIN	62.3	37.7	-0.03	-2.22	0
فيلادفيا للتأمين	AIUI	47.27	52.73	-0.6	-5.68	0
الاتحاد العربي الدولي للتأمين	AIUI	52.06	47.94	-0.1	-9.36	0
التأمين الوطنية الأهلية	NAAI	42.09	57.91	-0.16	-17.3	0
الأردن الدولية للتأمين	JIJC	36.53	63.47	-0.13	-10.64	0
المجموعة العربية الأوروبية للتأمين	AMMI	52.99	47.01	0.1	8.6	0.1
العربية الألمانية للتأمين	AGICC	68.52	31.48	-0.2	-19.64	0
التأمين الإسلامية	TIIC	33.76	66.24	0.68	43.68	0.15
الضامنون العرب	ARAS	63.47	36.53	-0.33	-41.89	0
المجموعة العربية الأردنية للتأمين	ARGR	29.56	70.44	-0.04	-4.34	0
البركة للتكافل	ARAI	61.91	38.09	-0.37	-71.42	0

2009					الرمز	اسم الشركة
المتغيرات الوسطية			المزيج التمويلي			
DPS	%ROE	EPS	%E	%D		
0.1	8.02	0.15	0.59	0.45	MEIN	الشرق الأوسط للتأمين
0.1	7.93	0.148	0.57	0.43	AAIN	النسر العربي للتأمين
0.125	6.25	0.1	0.67	0.33	JOIN	التأمين الأردنية
0.08	4.32	0.054	0.6	0.4	GARI	التأمين العامة العربية
0	5.56	0.067	0.69	0.31	DICL	دلتا للتأمين
0.07	9.07	0.123	0.54	0.46	JERY	القدس للتأمين
0.1	-0.98	-1.015	0.57	0.43	UNIN	المتحدة للتأمين
0	0.4	0.003	0.37	0.63	JOFR	الأردنية الفرنسية للتأمين
0	3	0.03	0.25	0.75	HOLI	الأراضي المقدسة للتأمين
0	-8.4	-0.09	0.66	0.34	YINS	اليرموك للتأمين
0	-31.9	-0.19	0.46	0.54	GERA	جراسا للتأمين
0	-11.84	-0.08	0.73	0.27	ARSI	المنارة للتأمين
0	13.34	0.18	0.41	0.59	AALI	الشرق العربي للتأمين
0	-4.5	-0.044	0.52	0.48	OASI	الأردنية الإماراتية للتأمين
0	0.44	0.005	0.41	0.59	ARIN	العرب للتأمين على الحياة والحوادث
0	-3.53	-0.037	0.53	0.47	AIUI	فيلادفيا للتأمين
0	3.38	0.036	0.44	0.56	AIUI	الاتحاد العربي الدولي للتأمين
0	2.21	0.021	0.58	0.42	NAAI	التأمين الوطنية الأهلية
0	3.16	0.043	0.64	0.36	JIJC	الأردن الدولية للتأمين
0.1	1.8	0.02	0.42	0.58	AMMI	المجموعة العربية الأوروبية للتأمين
0.07	4.32	0.067	0.25	0.54	AGICC	العربية الألمانية للتأمين
0.125	1.3	0.016	0.68	0.32	TIIC	التأمين الإسلامية
0	-126.7	-0.442	0.19	0.81	ARAS	الضامنون العرب
0	-73.75	-0.437	0.89	0.11	ARGR	المجموعة العربية الأردنية للتأمين
0	67.23	0.134	0.14	0.86	ARAI	البركة للتكافل

أسعار الإغلاق السنوية								
الرقم	الاسم	الرمز	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1	الشرق الأوسط للتأمين	MEIN	5.39	8.4	3.05	2.8	2.44	2.39
2	النسر العربي للتأمين	AAIN	3.45	8	8.6	6.27	4.3	3.04
3	التأمين الأردنية	JOIN	7.95	9	2.55	3.1	2.98	2.97
4	التأمين العامة العربية	GARI	2.41	3.79	1.7	1.25	1.03	0.88
5	دلتا للتأمين	DICL	2.58	4.68	3.45	2.99	1.65	1.75
6	القدس للتأمين	JERY	3.01	3.35	4.01	4.41	2.45	1.85
7	المتحدة للتأمين	UNIN	2.39	2.52	2.23	1.93	1.34	1.16
8	الأردنية الفرنسية للتأمين	JOFR	2.7	2.95	1.8	1.28	0.86	0.94
9	الأراضي المقدسة للتأمين	HOLI	2.5	2	1.68	1.68	1.69	1.2
10	اليرموك للتأمين	YINS	3.51	6.28	2.99	2.26	1.29	0.95
11	جراسا للتأمين	GERA	1.36	3.36	2.49	1.34	1.77	1.69
12	المنارة للتأمين	ARSI	1.08	4.45	1.83	1.19	0.83	0.85
13	الشرق العربي للتأمين	AALI	3.2	5.94	3.23	2.92	2.6	1.75
14	الأردنية الإماراتية للتأمين	OASI	0.99	3.72	2.52	0.96	0.2	1.14
15	العرب للتأمين على الحياة والحوادث	ARIN	2.8	6.95	2.85	2.3	2.75	1.08
16	فيلادفيا للتأمين	AIUI	2.3	2.49	1.56	1.26	1.36	1.28
17	الاتحاد العربي الدولي للتأمين	AIUI	3.05	2.24	1.26	1.33	1.18	1.21
18	التأمين الوطنية الأهلية	NAAI	1.4	4.62	2.6	1.55	1.45	1.4
19	الأردن الدولية للتأمين	JIJC	4.1	3.21	2.13	1.7	1.04	0.73
20	المجموعة العربية الأوروبية للتأمين	AMMI	0.74	0.74	1.25	1.45	1.65	0.99
21	العربية الألمانية للتأمين	AGICC	1.08	1.85	1.53	1.69	2.45	3.27
22	التأمين الإسلامية	TIIC	2.31	3.19	1.54	1.54	2.3	1.95
23	الضامنون العرب	ARAS	1.82	1.99	1.39	1.82	0.89	0.85
24	المجموعة العربية الأردنية للتأمين	ARGR	1.95	2.95	1.84	1.8	1.81	1.39
25	البركة للتكافل	ARAI	0.68	2.28	1.72	1.73	2.11	2.8